المركز القومى للترجمة

ميريك تشاپمان

لا تنخدع مرة أخرى

دروس فى أنماط السلوك الجيد والسيئ وغير المتوقع للتمويل العالمى

2575

ترجمة

علي سليمان





"لا تنخدع مرة أخرى" ليس كتابًا في التاريخ، لكنه كتاب يتناول تاريخ الإدارة المالية في العصر الحديث، وسوء الإدارة، والمخاطر والجشع الهائلين، وتدفقات رأس المال العالمي، والميزانيات العامة الدولية المسمومة، وذلك من أجل الوقوف على الدروس الأساسية التي يمكننا تعلمها من الأزمة المالية العالمية.

ومن خلال رؤية متأملة طويلة الأمد، يقدم تشابمان تحليلاً شديد البساطة والعمق لما حدث فعلاً، ويوضح لنا لماذا لا تعتبر كل الأزمات سيئة، ولماذا يمكن أن تكون أحداث عامي 2008 و2009 مفيدة لنا في نهاية المطاف؟

تتحدد القوة الهائلة التي يمتلكها ميريك تشاپمان في أنه يجمع بين المعرفة المتعمقة للمطلع على أسلوب العمل الحقيقي للأسواق المالية الحديثة وبين الفهم العميق والشامل للتمويل والتاريخ الماليين. لكن الأهم من ذلك كله أنه لا يدعي، بعد أن وقعت الأحداث، أنه كان عليمًا ببواطن الأمور.

ولكن، بعد عشر سنوات، وفي خطوة مفاجئة تمامًا، هرب رأس المال وانهار النظام المصرفي العالمي؛ فأيّ خطأ حدث؟ وهل توقع أيّ شخص هذا الحدث؟ وما الدروس التي يمكننا أن نتعلمها من هذا؟ وهل كل ما حدث سيئٌ ليس إلا؟





لا تنخدع مرة أخرى

دروس فـى أنـمـاط السلـوك الجيـد والسيئ وغير المتوقع للتمويل العالمى

المركز القومى للترجمة
تأسس فى أكتوبر ٢٠٠٦ تحت إشراف: جابر عصفور
مدير المركز: أنور مغيث

- العدد: 2575
- لا تنخدع مرة أخرى: دروس فى أنماط السلوك الجيد والسيئ وغير المتوقع للتمويل العالمى
- ميريك تشابمان
- على سليمان
- اللغة: الإنجليزية
- الطبعة الأولى 2015

هذه ترجمة كتاب:
Don't Be Fooled Again!
Lessons in the good, bad and unpredicatable behavior, 1st ed.
By: Meyrick Chapman

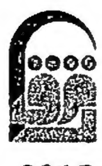
شارع الجبلاية بالأوبرا- الجزيرة- القاهرة. ت: ٢٧٣٥٤٥٢٤ فاكس: ٢٧٣٥٤٥٥٤
El Gabalaya St. Opera House, El Gezira, Cairo.
E-mail: nctegypt@nctegypt.org Tel: 27354524 Fax: 27354554

لا تنخدع مرة أخرى

دروس فى أنماط السلوك الجيد
والسيئ وغير المتوقع للتمويل العالمى

تـــأليف: ميريك تـــشاپـــمان

ترجمــــة: علـــي ســـليمان



2015

بطاقة الفهرسة
إعداد الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق القومية
إدارة الشئون الفنية

تشابمان ميريك
لا تنخدع مرة أخرى: دروس فى أنمـــاط الـــسلوك الجيـــد والـــسيئ وغير المتوقع للتمويل العالمى. / تأليف: ميريك تشابمـــان؛ ترجمـــة: على سليمان.
ط ١ – القاهرة : المركز القومي للترجمة ، ٢٠١٥
٤٩٦ ص، ٢٤ سم
١ – الأزمات الاقتصادية
٢- التضخم المالى
٣- البنوك
(أ) سليمان، على (مترجم)
(ب) العنوان ٣٣٨,٥٤

رقم الإيداع ٢٠٤٣٣ / ٢٠١٤
الترقيم الدولي: I.S.B.N - 978 - 977- 718 -904 - 0
طبع بالهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية

المحتويات

شكر وتقدير 17
الفصل الأول: مقدمة 21
الأزمات – ليست كلها سيئة 27
لابد أننا أغفلنا شيئاً 30
الأزمة التي لا تنتهى 39
الفصل الثانى: الملامح المشتركة للأزمات المالية، ولماذا لا نراها وهي تقترب منا 45
الخلفية العامة 48
رفع القيود المالية: أبواب الفرص والمِحَن 50
الخاصية السحرية للنقود 55
الارتباك فى المال 60
مزايا تختص بها البنوك 63
سلسلة محاولات من أجل حل مشكلة دائمة 66
أسعار الأصول والائتمان المصرفي 69
في أيّ شيء كنا نفكر؟ 70

الاستثمار المرتبك والسعة الاستثمارية للقنوات 73
دع الأسعار منخفضة 74
أساس اقتصاد السوق: القدرة على الاتفاق على الشروط 76
من المزاد إلى سوق المال 77
الأسواق عالية السيولة تخلق نقودها 78
التكنولوچيا وظهور قيمة جديدة 79
'العمليتان اللوچستية والإحصائية': توأمتان لأب واحد 80
كلما زاد عدد المشاركين المحتملين زاد السعر السوقي للأصل 82
الاستثمار والزمن 83
المستثمرون الأكثر حذرًا هم المفجرون الحقيقيون للفقاعات 85
ليس نموذجًا تقليديًا تمامًا 88
تفشي أزمات السوق وانتشارها مع عدم توقع سداد الدين 89
لماذا لا نرى الأزمات المالية وهي تقترب منا؟ 92
الفصل الثالث: ألا تعلمنا الأزمة الآسيوية شيئًا؟ 97
أزمة آسيا: بداية العصر المتعولم 99
النمر الجريح: تايلنده وأزمة عامي ٩٧- ١٩٩٨ 100
صناديق المضاربات تزيد الأزمة اشتعالاً 109

الأثر العميق على السياسة الصينية 113
ما بعد أحداث الملكية العقارية: دمار وحماقة وخداع 114
دروس للصين 116
صندوق النقد الدولي يتجاوب 119
الاستجابة الأولى: الدعم بما يناسب السعر 121
بِع بثمن غال واشترِ البلدان الأخرى بثمن بخس 123
في أعقاب الأحداث .. ما الذي يتعين علينا تعلمه 125
أمريكا تستفيد، ولكنها هل تتعلم؟ 126
الفصل الرابع: عشق الدولار: دروس من الطوفان الكاسح لرأس المال 135
المظهر الصادم للنقود 139
تجربة التريليون دولار ضد الرأسماليين 141
الموظفون الأجانب يسيطرون على الاستثمار الخاص 143
الفقراء يقرضون المال لأغنى الأغنياء 146
عالم لامتوازن 149
إزاحة الحشود المألوفة برفع أسعار الفائدة 152
التدفق البطيء من اليابان 157
'ربات البيوت في طوكيو' يربكن التمويل العالمي 158

'البحث عن العائد' يُجبر البنوك اليابانية على الذهاب إلى الخارج 162
هزة عالمية مبكرة 164
الصادرات الرأسمالية لليابان: لا يزال هناك الكثير 165
أصداء اليابان في الغرب 167
اليورو: إحدى تجارب اختلال التوازن 167
التقارب يخلق تحدياته 168
فرصة بنوك الدرجة الثانية 172
المغزى العالمي للنقود 175
الفصل الخامس: هكذا أرْخَت البنوك المركزية قبضتها 183
العقد الياباني المفقود: مقدمة إلى الاضطراب الدولي 185
مصادر الأزمة المصرفية اليابانية 188
أثر 'العولمة' على اقتصاد اليابان 189
الأزمة الآسيوية: الإفلات من الأزمة المالية والكارثة الإقليمية 192
العلاج بعد فوات الأوان: أسوأ من عدم العلاج بالمرة 193
الخفض المتدرج لأسعار الفائدة: أثره الكبير وتدفق الأموال 195
بنك الاحتياطي الفيدرالي وإنقاذ الإدارة المالية طويلة الأجـل مـن الانهيار 199
الإدارة المالية طويلة الأجل LTCM: النشأة والتطور 200

'التقارب': المبادئ السياسية والأرباح 202
بداية النهاية 204
بنك الاحتياطي الفيدرالي ينقذ العالم من الخطر 208
طرح جرينسپان 209
جرينسپان وتجارة الإنترنت 213
جرينسپان يخلط النمو باللاعقلانية 214
قانون للتوسع المالي 216
جرينسپان يقفز على قطار الإنتاج الوفير 217
مشكلة عام ٢٠٠٠ (Y2K): انهيار النسخة (١,٠) المعدلة 219
التراجع في القرن الجديد 221
'آي لاف يو' I LoveYou: فيروس إلكتروني جديد 222
مركز الاهتمام يتحول 223
سبتمبر ٢٠٠١ 224
المظهر الكئيب في تجربة اليابان 226
الحرية المطلقة لمنتج السيولة 227
الإيمان الطويل الأمد في مستقبل أمريكي 231
في أوروبا: أسعار متساوية لبلدان غير متساوية 233
سر على درب بنك الاحتياطي الفيدرالي 233

الاختلال في التوازنات المحلية 234
التواطؤ بشأن السيولة 236
الفصل السادس: حاول أن تلقي بطُرّاحتك من جديد: دروس في التحديث المالي 241
ما ضرورة التحديث؟ 243
أخطار القبول الاتّباعي للفكر التقليدي الجامد 246
ثورة المخاطر: التحديث لكل شيء 248
تحديث الكفاءة أم تفادي العقبات؟ 249
لماذا تعتبر المشتقات هامة جدًا 250
ميرتون و'التقارب' 253
كفاءة المقايضة 256
تسييل الأموال غير النقدية 259
ما الذي يمكن أن يمضي في طريق الخطأ؟ 261
كلما قلّت التكلفة كانت المنافسة أشد 265
ضمان السندات برهن كان التحديث الأهم لتفادي المخاطر 268
عيوب ضمان السندات برهن 271
معدلات متذبذبة في النمو 274
أسرع أداءً من أيّ وقت مضى 276

المنظومة المصرفية الخفية شوّهت الأمـــوال وأوعيـــة الاســـتثمار المنظم 277
أجهزة الكمبيوتر تغير كل شيء 282
ما مستقبل التحديث المالي؟ 285
الفصل السابع نؤمن بالله: البنوك وأخطاؤها 291
الفاتورة حتى الآن 292
ظهور عمليات الشد والجذب 294
شعار 'أنتج ووزع' يصبح 'أنتج واكتنز' 296
عهد المكسب السهل 300
لماذا صكوك الرهن؟ 303
التهدئة الكبرى 313
إننا نبدد النقود السائلة.. فلنشتر أكبر قدر من السندات! 313
شعار 'أنتج ووزّع': حالة بنك سويسرا المتحد 316
سندات الرهن العقاري كشكل من أشكال 'نقود البنك المركزي' 319
كيف نحدد 'القيمة عند الخطر'؟ 324
سياسات الرواتب العالية 327
تخفيضات أصول البنوك تبديد لثروات الغرب 330

الفصل الثامن: سندات غير مصنفة: هكذا فشلت وكالات التصنيفات والضوابط القانونية 335
وكالات التصنيف: نظام قانوني خاص لا رقابة عليه 336
اتفاق بازل I وبازل II: تحديث النظام القانوني 352
مشكلة الضوابط القانونية 357
الفصل التاسع: سياسة الإسكان 365
أصل لا إنتاجي 366
نموذج إسكاني فريد نتائجه معروفة 368
سياسة تمليك المسكن 369
الطريق الثالث للرئيس كلينتون؛ البعد الاجتماعي وسياسة السوق 372
امتزاج السياسة ورجال البنوك 374
ما وراء السياسة الداخلية 380
التنويع في السياسة تنويع في الرهن العقاري 389
التشوهات السياسية الأوروبية في الإقراض 389
اليوروقراط والإقراض باليورو 392
سياسة الضرائب 395
هل يحدث نفس الشيء في كل مكان؟ ولماذا تحدث طفرات اقتصادية في بعض البلاد؟ 397
لكن لماذا الإسكان تحديدا؟ 400

سندات بأقنعة التصنيفات 404

مؤامرة التمويل الإسكاني 405

الفصل العاشر: ليس كل شيء سيئًا: الأزمات المالية وفوائدها 409

غير المدعوم ظلٌ بلا دعم 415

العزيزتان القديمتان: إستوكهولم– وهلسنكي 416

راكضون وهم يرددون أناشيد الثورة 419

لم يكن التعافي في تايلند رخوًا على الإطلاق 426

اليابان: أيُّ تعافٍ؟ 430

أيُّ خير في الفقاعات والأزمات الاقتصادية؟ 433

مجموعة من الأزمات: من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٩ 441

شبكة الإنترنت: من المبكر جدًا أن نطلق حكمًا عليها 446

الفصل الحادى عشر: ما دروس المستقبل؟ 453

احتياطيات مَنْ هي في نهاية المطاف؟ 458

مستقبل أمريكا 459

إيمان طويل المدى في الجديد 461

أزمة بلا نهاية 465

تحديات تواجه البنوك المركزية والمصدِّرين 466

دور جديد لصناديق المضاربة 469
أيُّ نوع التغيير التنظيمي؟ 472
الأزمات كثيرة جدًّا ولكنها مازالت غير كافية 475

في ذكرى ديريك توِنْسند Derek Townsend: ١٩٣٥- ٢٠٠٨

"... الحياة الهادئة تحرك القدرة العقلية الخلاقة"

ألبرت أينشتاين
Albert Einstein

شكر وتقدير

إن كان في الأزمة المالية شيء حسن فهو بالنسبة لى ما لقيته من دعم وعون كبيرين في هذا المشروع البحثي من كثيرين ينبغي علـيّ أن أشـيد بفضلهم. وأهم هؤلاء أولئك الأكثر قربًا مني، فما كان يمكنني دونهم أن أتمم أو حتى أبدأ عملا بوسعهم أن يعتبروه تطفلا لاحد له.

في نهاية عام ٢٠٠٧، قلت لزوجتي لويز Louise إنني أريد أن أؤلف كتابًا عن الأزمة المالية. وأظن أنها كانت متحمسة للغاية. وبعد ثمانية عشر عامًا، فإنني أعبر عن عظيم امتناني لذلك الدعم الأول لي. وحتى إذا عنّ لها أن تندم في يوم من الأيام على ما أبدته من حماس، فقد فعلت لويز شيئًا حسنًا بإخفاء ندمها وبقائها ثابتة على حماسها؛ تقرأ فصولا من الكتـاب وتـسجل تعليقاتها طوال فترة تأليف هذا الكتاب. ولكل ذلك فإنني أزجي عميق شكري إلى لويز. كما أشكر كلا من إليوت Elliot وميلـي Millie اللـذين اسـتردا والدهما الآن ليتحدثا إليه من جديد.

لقد انتابنا أنا وإستيف ديجل Steve Diggle قلق شديد بـشأن الخطـر الداهم الذي تشهده الأسواق المالية منذ عام ٢٠٠٥ فصاعدًا. واصل إسـتيف تحقيق أرباح كبيرة للمستثمرين لديه على حساب مصالح مؤسسته. ويطيـب

لي أن أشكره على صداقته لي على مدى سنوات وعلى إسهامه في فهمي لموضوع التمويل لما يزيد على عشرين عامًا.

وأنا مدين لبنك سويسرا المتحد للاستثمار حول العالم UBS AG لاعتبارين؛ لسماح مسئوليه لي أصلا أن أتناول موضوعًا لا يعود عليهم بأي فائدة، ولإتاحتهم لي فرصة هائلة لأن أتحدث مع عدد من أفضل العقول في قضايا التمويل. وما كان بوسعي أن أبدأ في تأليف هذا الكتاب بدون إجراء العديد من المحادثات مع زملاء في المجال. وأود بصفة خاصة أن أشكر كلا من أميت كارا **Amit Kara** وچورچ ماجناس **Geroge Magnus** لاهتمامهما الزائد. لقد كانت درايتهما بالطرق الرئيسية- والطرق الفرعية- للتمويل لا تقدر بثمن، ورجاحة عقلهما إلهامًا. وكلاهما رجل اقتصاد من الطراز الأول وزميلان يسعدني أن أشير إليهما باعتبارهما صديقين. كذلك أدين بالفضل لـ سونيل كاپاديا **Sunil Kapadia** الذي سيظل مفهومه حول نظرية النقود منطلقيا في هذا الكتاب، والذى طرح العديد من المداخل اللافتة والمفيدة حول موضوع البحث.

وقد كانت محادثاتي اليومية مع أندرو روان **Andrew Rowan** جوهرية أيضًا لأفكاري: فقد كانت صرامته العلمية الممتزجة ببصيرته النافذة بمثابة سيف بتّار اقتلع بعضًا مما كنت أحمله من أفكار غير سديدة. وكان أندرو سيئ الحظ لأنه كان يجلس إلى جانبى في بنك سويسرا المتحد، وكان ذلك سببًا في عجزه عن الإفلات من سيل الأسئلة على نحو غالبًا ما كان مرحبًا به. لقد كانت تجربة تحمّلها بكل ما وسعه من صبر ولطف.

أود أيضًا أن أشيد بالتعليقات والمحادثات المشكورة من جانب مسئولين آخرين في بنك سويسرا المتحد: أندرو ديـنس Andrew Dennis، وداڤيـد كـومبس David Coombs، وروب بيرسـون Rob Pearson، وأنـدرو مـاكينزي Andrew Mackenzie، وروراي نيـل Ruary Neill، وأنـدرو إستيوارت Andrew Stuart؛ وأشكر أرنولد چورچ Arnauld George على اهتمامه الذي لا ينضب معينه. وأود أن أشكر أيضًا أولئك الذين لم يعـودوا موجودين في بنك سويسرا المتحد: چيمس أيتكين James Aitken، وريتشارد راتكليف Richard Ratcliffe، وكريس موريسي Chris Morrissey. وكذلك أنطونيو چيامپاولو Antonio Giampaolo، وكريم عبـود Karim Abboud، اللذين كانت خبرتهما المباشرة في أحد أضـخم صـناديق التمويـل (الإدارة المالية طويلة الأجل) عميقة ومكملة. كما أود أن أشكر أصدقائي في منتـدى كتب الأطفال لإصغائهم اليقظ وإبدائهم وجهات نظر منطقية وعميقة جدًا.

وأدين بالفضل لكل من مارك پلهام Mark Pelham، وبن سـيلز Ben Sills، للتشجيع والنصيحة من جانب كاتبين ومحررين متخصصين، وكذلك للمساعدات التي قدمها مارك للوصول إلى الناشرين. وأخيرًا، وبوجه خاص، أتوجه بجزيل شكري لمحرر كتابي (بدار بيرسون) كريس كـادمور Chris Cudmore، لتوجيهاته وآرائه التخصصية الثاقبة واللطيفة.

الفصل الأول

مقدمة

"إن انتقال الجماعات السكانية في كل من الصين والهند من الفقر إلى رخاء الطبقة الوسطى لابد وأن يكون الإنجاز التاريخي العظيم للقرن".

فريمان ديسون
Freeman Dyson

عند قراءتك الأولى لهذا الكتاب، قد ترى أنه ينطوي على مشكلتين؛ المشكلة الأولى أن معظم الناس يعتقدون أنهم يعرفون لماذا حدثت الأزمة المالية- والسبب هو: رجال البنوك. والمشكلة الثانية، أن هذا الكتاب ذاته قام بتأليفه أحد رجال البنوك، ولذا فهو قد يتذرع بحجج المذنب في دفع ما قد يوجه إليه من اتهام. لأرى إذن إن كنت قادرًا على تجاوز هاتين المشكلتين.

من الواضح لمعظم الناس أن الإجابة القاطعة لمسألة الأزمة هي بكل تأكيد الجشع والمخاطرة اللذين يميزان بنوك العالم الغربي، خصوصًا الأمريكية والبريطانية، وأن كلا من المخاطرة والجشع الشديدين أدى إلى

ظهور ميزانيات عامة مسمومة **toxic balance sheets**[*] أربكت المنظومة. ويرى كثيرون أنه كلما سارعنا إلى الحد من احتمالات الجشع والمخاطرة كان ذلك أفضل للجميع.

وربما كان لارتباط المخاطرة بالجشع أثر عالٍ، لكنني أعتقد أن من الخطأ افتراض أن هذه إجابة شافية للمشاكل التي شهدناها والمصاعب التي مازلنا نواجهها. وقد يكون لذلك علاقة بعملي أحد رجال البنوك، لكنني أظن أن الأمر أكثر من ذلك. وربما كان من المؤكد أن الجشع شيء ثابت، ومع أن البعض قد يخالفني في الرأي، فإنني أفترض أن رجال البنوك في العقد الماضي لم يكونوا أكثر جشعًا من رجال البنوك في أجيال أسبق. فقد كان هناك كثيرون منهم، وكانوا يتقاضون الكثير، لكنهم لم يكونوا استثناءً. أما المخاطرة التي أطاحت بدءًا من سبتمبر ٢٠٠٨ بالمنظومة المالية لأكثر البلاد تطورًا، فقد كانت استثناءً بكل تأكيد. وهذه المخاطرة الاستثنائية هي التي تميز الأزمة، وليس الجشع. وإدراك الملامح المميزة لأسباب ظهور تلك المخاطرة أمر جوهري لفهم الأزمة، فبدون فهم هذه المسألة لا يمكن أن تكون هناك إجابة مترابطة.

هذه المخاطرة الاستثنائية هي الملمح المميز للأزمة، وليس الجشع.

(*) الميزانية العامة المسمومة هي تلك الميزانية التي تحتوي على أصول سامة **toxic assets**، والأصول السامة هي الأصول التي تكون قيمتها السوقية الجارية أقل بكثير من قيمتها الدفترية. وقد تم استخدام المصطلح خلال الأزمة المصرفية بعد عام ٢٠٠٧. (المترجم)

لا أنكر أن هناك دوافع معينة ساعدت على ظهور الجشع، وأنه لابد من القيام بتغييرات مفيدة في هذا الشأن للحد من الضرر في المستقبل. وأترك لغيري مهمة تحليل دور رجال البنوك، لا لأن البنوك عديمة الأهمية ولكن لأن الحدث أكبر من البنوك وأكبر من رجالها.

وهذا الكتاب يركز على الجانب الذي أعتبر نفسي مؤهلاً- جزئيًا على الأقل- لمناقشته: تدفقات الرأسمال الدولي، وأسعار الفائدة، والمشتقات **derivatives**. فقد خدمت في مجال بنوك الاستثمار لما يقرب من خمسة وعشرين عامًا. في الأعوام الاثني عشر الأولى خدمت بصورة أساسية كإخصائي في التعاملات التجارية، وفي الأعوام الأخرى عملت كمحلل للاستثمار. وهذا الكتاب يستعرض إدراك شخص اطلع على ما كان يجري في بواطن عالم المال طوال العقد الماضي، أو ما كان يجري حواليه، والذي أدى إلى المشاكل الحالية. وسيجد القارئ، على الأقل، ما يستحق القراءة لشخص كان هناك في خضم تلك العمليات، حتى ولو كان ذلك مجرد رصد.

غير أن هذا الكتاب يهدف إلى ما هو أكثر من مجرد الرصد. فأنا لديّ تجربة مباشرة بالعديد من الأحداث المهمة التي أدت إلى الأزمة والتي يستعرضها هذا الكتاب. وهذه الأحداث تشمل الأزمة الآسيوية، وزوال الإدارة المالية طويلة الأجل **LTCM**(*)، وأزمة تجارة الإنترنت **dot-com crisis**، وما أعقب ذلك من تخفيف القيود النقدية **monetary easing** بصورة غير

(*) الإدارة المالية طويلة الأجل **Long Term Capital Management** هي أحد أضخم صناديق التمويل. (المترجم)

مسبوقة. ورأيت عن قرب أيضًا نتائج الأزمة المالية على البنك الذي كنت أعمل فيه. وخلال هذه الفترة، رأيت التدفقات الضخمة من الرأسمال الأجنبي إلى الولايات المتحدة وبلاد أخرى مثل المملكة المتحدة وإسبانيا التي ساهمت بصورة مباشرة في ظهور المشاكل التي حدثت بعد ذلك. ولديّ خبرة وثيقة الصلة بالرهن **mortgage** ورواج المشتقات الائتمانية الذي تحوّل إلى انهيار مفاجئ. وأنا لا أقول إنني فريد في نوعي، لكنني أمتلك منظورًا لا ريب فيه وإن بدا باليًا بعض الشيء. وسوف يبين هذا الكتاب، فصلا بعد فصل، كيف كنا منقادين لأن 'ننخدع مرةً أخرى' مثلما حدث لآخرين في الأزمة الآسيوية، تلك الفقاعة التي انفجرت في اليابان، وكيف زالت الإدارة المالية طويلة الأجل.

ورد بذهني تعبير 'لا تنخدع مرةً أخرى' حين بدأت أبحث عن تفسير لأسباب ظهور الأزمة. كان لديّ سببان يجعلانني راغبًا في الفهم. فلقد عملت في البنك الأوروبي الذي خسر أكثر من أيّ بنك آخر– بنك سويسرا المتحد **UBS**– وخسرت أنا شخصيًا قدرًا متواضعًا من المال؛ لذا كان عندي دافع لأن أفسر لنفسي كيف حدث الانهيار. وعلى ضوء تجربتي، فإنني لا أجد أيّ معنى لإلقاء اللوم على البنوك وحدها. فالبنوك لديها مجموعه كاملة من الأولويات التي اختارها المجتمع، ولذلك فإن البنوك بمفردها لا تستطيع أن تقيم منظومة اجتماعية كاملة. ومهما تكن عيوب البنوك، فإن المشكلة كانت دائمًا أكبر من البنوك.

وبطبيعة الحال لن يوجد كتاب جيد حول الأزمة ما لم يكن هذا الكتاب يحتوي على شيء مفيد أو مثير كان لابد أن يقال ولم يجر قوله في أيّ كتاب آخر. الواقع أن الكثير من التفسيرات المتعلقة بالأزمة غير وافية. وقد فشلت هذه التفسيرات في أن تضع في اعتبارها المصادر العالمية الأوسع للمشاكل المالية، كما فشلت في تناول الطابع التكنيكي والاجتماعي لكل من الرواج والكسادboom and bust، بالإضافة إلى دور المسئولين عن الإدارة. فالكثير من هذه الأمور مازالت في حكم المحرم، كما أن معظم الحلول المقترحة الآن تفتقد الإدراك الواسع لطبيعة المشكلة التي يسعون إلى مناقشتها. وإذا كان التحليل ناقصًا، فلا بد أن يكون العلاج ناقصًا أيضًا. ولابد أن يؤدي ذلك إلى وضع قاسٍ ومزعج للجميع على المدى الطويل.

هناك أيضًا حقيقة أن حافة الانهيار **near-collapse** التي وصل إليها التمويل في الغرب (والتي تعين على شركتي أن تلعب فيها دورًا صغيرًا جدًا) كانت بلا شك الحدث التاريخي الأهم الذي كانت لي فيه تجربة شخصية. وقد أصبح من واجبي أن أحاول جاهدًا تحديد وجهات نظر القوى الفاعلة وتصويبها، الأمر الذي قد يوصلنا إلى فهم أعمق أكثر مما هو شائع بين الناس.

لم يكن مكمن الأزمة هو التمويل
تحديدا بل تدفقات الرأسمال العالمي

منذ البداية، عرفت أن مكمن الأزمة لم يكن هو التمويل تحديدا بل تدفقات الرأسمال العالمي. وعلى الرغم من أن بعض البنوك وبعض البلاد

تضررت أكثر من بعضها الآخر، فقد بدا لي أن التجارب العالمية لدى المعلقين وما لديهم من معلومات، مع أنها لا يمكن تجاهلها، أقل عمقًا بكثير من التجارب والمعلومات الضرورية لفهم المشكلة. كانت الموضوعات الأساسية مفتقدة. وعلى سبيل المثال، فقد بدا (لي) أن الأزمة الجارية مرتبطة ارتباطًا مباشرًا بالمشاكل التي بدأت في عام ١٩٩٠ ثم توالت على كل من اليابان وآسيا وروسيا، حتى بلغت الاقتصاد العالمي ككل. لقد ابتلعت الأحداث نظمًا اقتصادية متطورة وبازغة. فلماذا كان ذلك؟ وكيف أمكن لمثل هذه السلسلة الطويلة من الأزمات المالية أن تحدث؟ وهل كان لها سبب عام أو كانت هناك روابط واضحة فيما بينها؟ ولو استمرت هذه الحالة معنا لمدة طويلة، فهل كنا سنظل نتجاهلها إلى أن تبتلعنا نحن أيضًا؟ ذلك هو موضوع هذا الكتاب.

السبب الذي أراه كامنًا خلف الأزمة هو العولمة بكل أشكالها. الوسائل التي أدت إلى الأزمة كانت نوعية جدًّا؛ البراعة التكنولوچية، وسطوة الولايات المتحدة، وأخطاء البنوك المركزية والمسئولين الإداريين، وعدم فهم حدود الاستثمار على وجهها الصحيح.

إنها بطبيعة الحال أقصوصة تحذيرية، ولكنها أقصوصة بلا نهاية محكمة. فهناك جوانب نافعة للحياة الحديثة يبدو أنها ساهمت في حدوث الأزمة وليس بوسعنا أن نستغني عنها بصورة مفيدة. وسوف أضع نصب عيني - طوال الوقت- إمكانية الخروج بسلام من المحنة الحالية. لكن القول بأن شيئًا نافعًا يمكن أن يأتينا من الأزمة فهو أمر في حاجة إلى شرح طويل.

الأزمات– ليست كلها سيئة

الأزمات أنواع. فقد يقع حدث استثنائي. وتواريخ الأزمات– وربما أيامها– تظل عالقة بأذهان الناس– ١١ سبتمبر على سبيل المثال. وبصفة عامة، فإن الأزمات في اللغة الإنجليزية مرتبطة في الذاكرة باعتبارها من الأشياء السيئة.

غير أن كلمة 'أزمة' لها أصول ذات محتوى دراماتيكي أقل: فالكلمة الإنجليزية مشتقة من الكلمة الإغريقية القديمة **κριvω** التي كانت تعني 'يصدر حكمًا' أو 'يفصل' أو 'يختار'. فـ 'الأزمة' هي 'لحظة صدور الحكم' أو 'مفترق الطريق' أو 'الوقت اللازم لقطع طريق جديد'. ومع أنه لا يوجد في اللغة الإنجليزية شيء من قبيل 'الأزمة النافعة'، فإن الكلمة في الإغريقية القديمة كانت تعبر عن معانٍ من نوع 'الوعي' بالأخطاء و'النزوع' إلى التغيير؛ وهي معانٍ قد تكون حيادية وربما إيجابية. والأزمات ليست منفصلة عن حياة كل يوم، بل امتداد للحياة اليومية التي هي ذاتها تتطور تطورًا مفاجئًا في بعض الأحيان. والأزمات تعبر عن الدرجة القصوى للتغير في الحياة اليومية. وأنا أعتقد بما لا يدع مجالا للشك أن الأزمة المالية الراهنة هي ثمرة الطريقة التي تم بها تشكيل العالم على مدى العشرين عامًا الماضية تقريبًا؛ وقد كانت، بمعنى من المعاني، أزمة متوقعة دائمًا، بل لم يكن من الممكن تجنبها، وقد حددت أحداث من نوع معيّن الشكل الذي اتخذته هذه الأزمة.

أزمة الائتمان أصابت بلادًا وشعوبًا أكثر بكثير مما حدث في انهيار سوق المال عام ١٩٢٩

أصابت أزمة الائتمان بلادًا وشعوبًا أكثر بكثير مما أحدثه انهيار سوق المال Wall Street عام ١٩٢٩ على وجه الإطلاق. لقد أدهشت سرعة التدهور الاقتصادي كل إنسان تقريبًا، حتى أولئك الذين تنبأوا بالمشاكل سلفًا، مع أن هذا عَرَض من أعراض الداء الذي يتميز به أداء عالمنا الحديث. وربما اتضح مع مرور الوقت أن ما كان يعتبر كارثيًا في وقت مضى قد أصبح يتم تفسيره باعتباره مظهرًا من مظاهر تطور آخر، بل وأنّه ربما يؤدي إلى، أو ناشئ عن، تطورات إيجابية بصفة عامة. لكنه يبدو لي أن هناك جوانب معينة من الأزمة الحالية هي فقط ما يمكن تفسيره على هذا النحو. وهناك هدف آخر لهذا الكتاب هو قياس حجم الأزمة وتحديد دلالاتها، بما في ذلك المكاسب التي ربما تكون قد نتجت عن الأزمات في الماضي.

فأيّ مكاسب هذه؟ غالبًا ما يكون التعافي من الأزمة المالية، التي ربما تكون قد دمرت الأساليب القديمة، قد أوجد- على مر الزمن- أساليب أحدث وأفضل في تصريف الأمور. وقد حدثت آخر أزمة في أوروبا في الفترة ١٩٩١/٨٩ في البلاد الإسكندناقية. وكان الناس في ذلك الوقت يعتقدون أنها أتت بالدمار فقط، غير أن هذه الأزمة كانت هي المسئولة عن نهوض بلاد إسكندناقيا بوصفها قوة عالمية في اتصالات الموبايل وبرامجه. لقد غيرت هذه الأزمة الطرق التي كانت متبعة في فنلندا على وجه الخصوص، ورفعت

درجة الثقة بالنفس عند المواطنين الفنلنديين إلى مستويات لم تكن متوقعة. ومازالت القوى التي كانت وراء التحولات التي حدثت في فنلندا تعمل بنشاط. والعالم الشبكي الذي نعيش فيه الآن يتخلى عن الفرص القائمة لإجراء تجارب على عدد ضخم من المنتجات. فكل ما نستهلكه تقريبًا تمت ترجمته إلى قيمة معلوماتية من نوع ما. كما أن اتساع نطاق معالجة المعلومات لم يصل إلى نهايته حتى الآن والفرص التي تتزايد مع هذا الاتساع لم تنته بعد مطلقًا. وبسبب ذلك فإن النتائج طويلة الأجل للأزمة المالية الإسكندنافية قد غيرت بعض الأشياء إلى الأحسن. ولذلك لا ينبغي علينا أن ننكر أن الدمار أدى إلى مكاسب مستقبلية.

كان السبب الأهم في انهيار عام ٢٠٠٧ هو الاختلالات المالية طويلة الأجل على مستوى العالم، بين البلاد المصدرة والبلاد المستهلكة، خصوصًا بين الولايات المتحدة والصين. فالمكاسب ستتدفق بكل تأكيد في الأجل القصير من البلاد التي يمكنها تسوية موازنتها التجارية بصورة جيدة. ولذلك فقد لا يستمر الاختلال على سابق صورته. وعند مقارنة المكسب بما كان عليه من قبل، لابد أن يتم التأكيد على حدوث تقدم باتجاه التوازن التجاري. فمثل هذا التوازن قد يوفر أيضًا فرصًا جديدة للقوى الصاعدة والقوى المتقدمة اقتصاديًا على السواء.

ولا ينبغي أن نصرف النظر عن أن الفكرة الخاصة بأن النكبة التي ألمّت بالغرب ربما تكون شيئًا مصاحبًا لاتجاه إيجابي أوسع. والواقع أن من

السهل دائمًا أن نميز بين الأشياء السيئة والأشياء الحسنة، لكن الحياة قد تكون أكثر تعقيدًا من ذلك. فقد تكون هناك مكاسب أساسها نفس القوى التي أوصلت إلى الركود العميق الذي مازلنا نعاني منه: و'الجانب المظلم'، الذي نتمنى جميعًا أن يذهب بلا رجعة، قد يكون نتيجة لمظاهر أخرى حسنة من مظاهر الحياة الحديثة. والمعاناة ستزول وتبقى المكاسب السابقة وتحل محلها. ويصدق الانهيار الجذري تمامًا على المكاسب التكنولوچية التي قد نظن أنها حتمية، تحديدا على تلك المكاسب التي تمثل قسمًا رئيسيًا من أقسام الأزمة.

لابد أننا أغفلنا شيئًا

چيه كيه جالبريث **J.K. Galbraith**، الذي كتب التفسير الذي ربما يكون التفسير الأشهر لانهيار سوق المال عام ١٩٢٩، ألقى اللوم على المضاربة **speculation** بسبب تصاعد نطاق الركود الاقتصادي واتساعه لعام ١٩٢٩. قال:

> 'انهيار السوق المالية في خريف عام ١٩٢٩ يكمن في المضاربة التي شاعت قبل ذلك التاريخ. وكانت القضية الوحيدة المتعلقة بالمضاربة هي إلى متى تدوم هذه العملية. فيومًا ما، عاجلا أم آجلا، ستضعف الثقة في حقيقة تزايد قيم الأسهم العادية **common stock** في الأجل القصير. وعندما يحدث هذا، فإن بعض الناس يبيعون ما

لديهم، الأمر الذي قد يؤدي إلى تدمير حقيقة تزايد القيم... وتتخذ عمليات البيع الواسعة النطاق شكل الهجمة الجماهيرية والفوضى- طقوس الهرج والمرج التي كانت المضاربة تنتهي بها في الماضي. هذا هو الطريق الذي أدى في النهاية إلى انهيار عام ١٩٢٩. وهو الطريق الذي سيؤدي إلى توقف المضاربة في المستقبل.'(١)

كانت الأزمة درسًا أخلاقيًا يقول

'ما أقل ما يتعلمه الناس!'

هل كانت الأزمة الحالية هي حقًا كل ما يقال عن المضاربة؟ هل كانت هذه الأزمة حقًا عبارة عن تكرار لشكل من أشكال الكوارث التي لا مفر منها؟ يقول المتشائمون إنَّه لم يتغير شيء بالمرة وأننا نتجه لتكرار الأخطاء. وقد كانت الأزمة درسًا أخلاقيًا يقول 'ما أقل ما يتعلمه الناس'. والواقع أن هناك صلة لا ريب فيها بين الأزمات التي لازمت التمويل العالمي في العشرين عامًا الماضية، لكن كلا من هذه الأزمات لها سماتها النوعية. وبعض أسبابها مألوفة وبعضها استثنائية. وأود أن أناقش كلتا النوعيتين؛ المألوفة والاستثنائية.

في كلمة أخرى من كلماته يقول جالبريث عن التمويل إنَّه 'إعادة اختراع العجلة مع تعديل بسيط جدًا'. لكنني أخالفه في الرأي، فنتائج الأزمة الحالية كانت خليطًا من أحداث مستقلة تعاقبت بلا توقف، ربما لمدى سنوات

طويلة، في ظل أوضاع مختلفة إلى حدٍ ما. وحقيقة أن هذه الأحداث التي أدت إلى العجز مرجعها ليس عدم التعلم ولكن الظروف الاستثنائية لتدفقات رءوس الأموال العالمية في السنوات الأخيرة من القرن العشرين والسنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين. وأنا لست بصدد الدفاع عن رجال البنوك، ولكنني أقول فقط أن الأزمة حدث جيوبوليتيكي يرتبط بالتغير التكنولوجي وقوى التغيير في العالم. وبرغم أنني لا أنتوي أن أتعمق كثيرًا في القضايا السياسية، فإن بداخلي رغبة عارمة لسرد قدر كبير من أحداث تلك القصة.

بكل أسف، يبدو أن كافة الأعضاء المهمين في المؤسسة الغربية مازالوا تواقين للعودة إلى تفسير 'الجشع والمخاطرة'. فقد تكون الدلالات العامة مثيرة لضيقهم. لكننا إن ظللنا ننظر فقط إلى ما هو واضح وجليّ، فإننا لن نحصل – في أفضل الأحوال- إلا على نصف القصة ومن ثم لن ندرك إلا نصف إدراك. على سبيل المثال، تريد الحكومتان الفرنسية والألمانية أن تلقيا باللوم على مجموعة مستثمرين تظنان أنها ترمز إلى 'الجشع والمخاطرة': صناديق المضاربة **hedge funds**. والواقع أن الضوابط القانونية التي فرضها الاتحاد الأوروبي فيما بعد تمثل هجمة متعمدة على هؤلاء المستثمرين. الواقع أن صناديق المضاربة لم يكن لها دور حاسم في حدوث هذه الأزمة. فما المنطق- إذن- في رد الفعل القانوني من أجل فرض ضوابط على السلوك الذي لم يكن على خطأ؟ هذا ليس مجرد إغفال للنقطة الأساسية بل تشويه متعمد للحقيقة.

وحتى كبار المسئولين عن الضوابط يتجنبون القصة الكاملة، مـؤثرين عليها التفسير الساذج للجشع. فقد اعتبر ميرفين كنج **Mervyn King**، محافظ بنك أوف إنجلند، أن انهيار عـام ٢٠٠٨ سـببه 'الغـرور والإفـراط فـي الإقراض'[٢]. فهو باعتباره المسئول الاسمي عن الإقراض في بنك المملكـة المتحدة **UK bank** في الفترة التي تم الربط بينها وبين 'الغرور والإفراط في الإقراض' يتساءل: 'لماذا سمحت بحدوث مثل هذا الموقف؟'. لكن التفـسير غير المقنع الذي ساقه لا يحتكره هو وحده، فهناك آخرون يتبنون تنويعـات على فكرته.

جالبريث كان له- على الأقل- الفضل في تكرار نفس الفكـرة حـين اعترف قائلا 'نحن لا نعرف لماذا حدثت الموجة العاتية من التكالب اللافـت للنظر في عامي ١٩٢٨ و١٩٢٩'، وألمح إلى أن سـبب الانهيـار المـالي مجهول. وكان الأفضل أن نبدأ بالاعتراف بالجهل بدلا مـن البـدء بتحليـل خاطئ.

لقد أصبحت تفسيرات الأزمات أشد خطرًا منذ قام جالبريـث بنـشر كتابه. فنشر روبرت جيـه شـيللر **Robert J. Shiller** كتابـه **Irrational Exuberance**[*] قبيل انفجار فقاعة السوق المالية عام ٢٠٠٠. حذر شـيللر في كتابه من الاتساع المفرط في أسعار الأوراق المالية، وانتقد عدم وجـود قيمة سعرية أساسية لكثير من أنواع الأوراق المالية. وأعقب تحذيراته انهيار

(*) حرفيًا: 'الفيض اللامنطقي'، أو 'التضخم...'. (المترجم)

تجارة الإنترنت. ونتيجة لنشر كتابه من ناحية ولحكمته المالية من جانب، أصبح شيللر شخصية مرموقة؛ وكان عليه أن يلعب نفس الدور أثناء أزمة الإسكان في الولايات المتحدة في الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، تلك الأزمة التي تنبأ بها قبل حدوثها. وقد استحق شيللر المكانة المرموقة التي يستحقها رجل تنبأ بانفجار فقاعتين وليس فقاعة واحدة فقط.

لم يكن شيللر هو الكاتب الوحيد الذي استطاع أن يتنبأ بالكارثة، لكنه كان بين أكثر الكتّاب إيمانًا بضرورة تفسير كيف ظهرت هذه الكارثة. وقد أعدّ شيللر قائمة باثني عشر عاملا من العوامل التي 'نسجت غلاف الفقاعة، إن صح التعبير'. كانت هذه هي 'العوامل التي أثرت على السوق تأثيرًا لا يبرره التحليل المنطقي للمبادئ الاقتصادية'، أو بالأحرى مبرراته التي تقول أن الناس أعمتهم الظروف لدرجة عجزوا معها عن رؤية التباين الاقتصادي الواضح في أسعار الأسهم.

ويمكن القول أن قائمة شيللر تشمل: وصول الإنترنت؛ مشاعر التفوق النابعة من انتصار الرأسمالية؛ مؤتمر الحزب الجمهوري في الولايات المتحدة والتخفيضات الضريبية على الأرباح الرأسمالية؛ طفرة المواليد لفترة ما بعد الحرب ونتائج استثمارها على السوق؛ اتساع نطاق أخبار النشاط التجاري في وسائل الإعلام؛ التفاؤل الزائد من جانب الباحثين؛ اتساع نطاق مشاريع معاشات الربط المحدد(*)؛ تزايد الصناديق التعاونية؛ تناقص التضخم؛

(*) أحد نظم الاشتراك في مشاريع رواتب التقاعد. (المترجم)

اتساع نطاق دورة المتاجرة في الأوراق المالية (السيولة)؛ تزايد فرص المقامرة.

برأي شيللر أن الناس لم يكن بوسعهم رؤية الكارثة وهي آتية لأنهم كانوا مبهورين بأحداث أخرى

رأى شيللر أن الناس لم يكن بوسعهم رؤية الكارثة وهي آتية لأنهم كانوا مبهورين بأحداث أخرى. وقد أظهرت القائمة إيمانه بأن المستثمرين لم يعودوا يعوّلون على إيرادات رءوس أموالهم طويلة الأجل. ولا شك عندي أن معظم العوامل التي ساقها شيللر– إن لم تكن كلها– والتي أشرنا إليها منذ قليل قد لعبت دورًا هامًّا في استمرار فقاعة التجارة الإلكترونية.

وبرأيي أن قائمة شيللر كان يمكن تلخيصها في ثلاثة عوامل: الهيمنة الأمريكية؛ ودخول مستثمرين جُدد؛ ونتائج التكنولوچيا الجديدة. وغالبًا ما كان العاملان الأول والأخير مترادفين في أحيان كثيرة. فالإنترنت كان اختراعًا أمريكيًّا وقد حققت الولايات المتحدة نموًّا هائلا في أواخر ثمانينيات القرن الماضي؛ وارتبطت العولمة وآثارها على كل من النمو والتضخم ارتباطًا وثيقًا بانتصار أمريكا وانهيار الشيوعية في أواخر الثمانينيات. واعتمدت العولمة نفسها على شبكات الاتصالات التي تم توسيعها مؤخرًا. ونشأ عن هاتين النتيجتين الهامّتين (الإنترنت والعولمة) الاهتمام بالنشاط التجاري، والسيولة الضخمة، والتفاؤل الزائد لدى الباحثين، ونمو الصناديق التعاونية، والتغير في الاتجاهات الثقافية الخاصة بالنشاط التجاري. وهذه العوامل هي أيضًا منطلقاتي في تناول الأزمة الحالية.

ويمر تأثير المستثمرين 'الخُضر' عبر كتاب شيللر كخط رفيع. وسواء أكان الأمر يتعلق ببنوك مملوكة للأفراد، أو بتجار مقتنعين بأن استثماراتهم (من القروض العالية الفائدة) آمنة، أو بمديري الاحتياطي النقدي والأسر اليابانية التي لم تكن على دراية أو اهتمام بتأثيرها على المشهد الاستثماري، أو بدخول أعداد ضخمة من الجمهور العادي الذي أغرته مكاسب إيرادات السوق، فإن كل هؤلاء المتنافسين كانوا قوة لا يستهان بها.

ومشكلة المعلومات الاستثمارية، على خلاف المعلومات الطبية أو الهندسية، هي أنه كلما زاد عدد الذين يعرفون المعلومات الاستثمارية قلت قيمة هذه المعلومات. وكلما زاد الاهتمام بالمعلومات قلت أهمية المعلومات التي يتم على أساسها اتخاذ قرارات الاستثمار.

لذلك، ليس مدهشًا أن الاضطراب المالي غالبًا ما يبدو مصاحبًا لثورة المعلومات التي تزيد من مستويات إتاحة المعلومات التي كانت من قبل في متناول القليلين فقط وتساعد على سهولة التوصل إليها. كما أن التكنولوچيا الجديدة أو الطرق الإنتاجية الجديدة تستثير همة المستثمرين وتستجلب منتجات جديدة. وللحظة قصيرة، يبدو كل شيء مختلفًا تمامًا، ثم يحدث الانهيار كاشفًا عن إسراف منقطع النظير. هذا شيء لاحظه الاقتصاديون – بما فيهم شيللر – مرارًا. ويبدو أن التحول التكنولوچي وفقاعات سوق الأوراق المالية مرتبطان بصورة لا فكاك منها. وقد يكون الاختلال المتأصل في الأسواق المالية ملحقًا يتذيل به الرواج والكساد بواسطة التحول التكنولوچي.

وعلى أيَّة حال، فإن كل الأشياء التي نلمحها أثناء فترة الرواج مختلفة تمامًا في أحيان كثيرة. إلا أن الأزمة تُعتبر، في جوانب معينة، طقسًا من طقوس العبور إلى نوع مختلف من التفاعل وإلى أشياء مختلفة وإن كانت مصحوبة ببعض الثوابت.

ولكي يكون هذا الأمر مفهومًا بشكل واضح، قمت بتقسيم الموضوعات التي سأتناولها إلى أربعة أقسام. وهذه الأقسام هي:

الثوابت؛ فقد لا يمكن تجنب الاضطراب المالي من دائرة فهمنا واستخدامنا للنقود. وقد يكون من غير الممكن تفادي الأزمات المالية إلا من خلال الأسلوب الذي نتعامل به مع النقود، وليس عن طريق الحد من الجشع أو الخداع أو الأخطاء الذي يمكن تحقيقه بوسائل الضبط المختلفة. والنقود، في نفس الوقت، دين ووسيلة للتبادل معًا. لكن نتائج التعامل غير المتوازن لطريقتي استخدام النقود متشابهة دائمًا: فقر السيولة **illiquidity**، الإعسار/ العُسر **insolvency**، إعادة هيكلة رأس المال **recapitalisation**، الضمانات الحكومية **government guarantees**، الانكماش الاقتصادي **economic contraction**.

الأزمات؛ قد تنشأ الأزمات نتيجة لسمات جديدة في النظام الاقتصادي. وإذا كانت أعراض الأزمات متشابهة، فإن الأسباب غالبًا ما تكون أيضًا مرتبطة بعمليات التطور طويلة الأجل التي تصبح مكاسب للمجتمع. ويبدو أن الأزمة المالية الحالية لها صلة بتحديثاتنا التكنولوچية، خصوصًا في مجال الحوسبة ووسائل الاتصال عن بعد.

انظر إلى الفترة ١٩٩٠– ٢٠٠٨ باعتبارها
أزمة مالية ضخمة واحدة وثيقة
الصلة بالعولمة

الوسائل التكنولوجية: تطورت الملامح التكنولوجية الجديدة بـالتوازي مع انفتاح غير مسبوق للاقتصاد العالمي. لكن التدابير التجارية/المالية بـين آسيا (الصين واليابان بالدرجة الأولى) وأمريكا أدت بصورة مباشـرة إلـى الأزمة. ومن الصواب، كما ذكرت، اعتبار الفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٨ أزمة مالية ضخمة، واحدة ذات صلة وثيقـة بالعولمـة– وهـي الأزمة التي بدأت في اليابان وانتشرت في العالم عبر جنوب شرقي آسيا مع رواج تكنولوجيا المعلومات. وأخيرًا، ظهرت هذه الأزمة في كل من أمريكا وأوروبا. وقد تكون في طريقها إلى العودة إلى منشئها الأساسي في اليابان.

قد يكون الانهيار الاقتصادي إيجابيًا. إن مجرد أن يكون شيء ما مقلقًا أو مثيرًا للفوضى قد لا يعني أنه عديم الفائدة في الأجل الطويل. وفي فصل آخر غير هذا الفصل، سأتناول بعض النتائج الحسنة وبعض النتائج الـسيئة لأزمات الماضي. إن ما يشبه اليوم كارثة على الولايات المتحدة قـد يكـون اختبارًا لديناميتها وزعامتها الاقتصادية المستمرة– غير أن ذلك لن يتـضح بجلاء إلا عند التعافي وقد لا يحدث لـسنوات عديـدة. وبعبـارة أخـرى، إذا فشلت البلاد الأخرى أن تتعلم دروس هذا الحدث التراجيدي، ولم تـنجح في تفادي حالة الفوضى، فإن ذلك قد يؤدي إلى توقف الرخـاء الاقتـصادي لهذه البلاد.

منذ عام ١٩٩٠، أحاطت بالعالم بلا انقطاع أزمة مالية طويلة المدى. وقد بدأت هذه الأزمة في اليابان وانتشرت منها في بقية آسيا أولا ثم امتـدت إلى الولايات المتحدة وأوروبا. وسيتم النظر إلى هذه السلسلة من الأزمـات، عاجلا أم آجلا، باعتبارها أزمات تجري بالتوازي مع الانفتاح غير المسبوق للاقتصاد العالمي- والذي يعد في ذاته تطورًا إيجابيًا بكـل تأكيـد. شـهدت أوروبا سلسلة من أزمات العملة في السنوات الأولى من التـسعينيات، تلـك الأزمات التي كان يمكن أن تندرج تحت عنوان 'العولمة' ولكنه حذف علـى سبيل الإيجاز. وفي آسيا، حدث انهيار للنظم الاقتصادية للنمور في كل مـن تايلند وإندونيسيا وماليزيا بسبب تفاعل نظمها الاقتصادية مـع رأس المـال العالمي. وكانت هناك ثلاث أزمات مالية على الأقل في الولايـات المتحـدة طوال العقد الماضي تقريبًا نشأت عن انفتاح مشابه للعـالم؛ انهيـار الإدارة المالية طويلة الأجل (LTCM)، وتعثر تكنولـوچيـا المعلومـات، وأزمـة الائتمان. ومن الممكن أن ننظر إلى العشرة أعوام الماضية باعتبارها تكرارًا لأزمة مالية واحدة تضرب بجذورها في النطاق العريض للتجارة العالميـة. كل هذه الأحداث التراچيدية يتم تناولها في هذا الكتاب.

القدرة على المحاسبة، والسرعة في إتمام الصفقات، وشفافية الأسـعار التي صاحبت العولمة، عوامل أدت إلى تغيير عملية البنوك وعملائها تغييرًا جذريًا- كما ساهمت في تمهيد الطريق إلى الأزمـة. وزادت تـدفقات رأس المال العالمي، والإقراض العابر للحدود، وبرامج تجارة الإنترنت، وطلبـات

الرهن بالإنترنت، ورهان الهامش المالي **financial spread betting**، واستخدام المشتقات والمنتجات الهيكلية، وزيادة ضخمة بفضل تكنولوجيا المعلومات. وأدت هذه التغيرات بدورها إلى خفض التكاليف وزيادة السرعة. غير أن هذه التغيرات، بأشكالها المختلفة، سارت في طليعة فرص الاستثمار التي كان يتعين على الغرب أن يقدمها لبقية بلاد العالم. وكان لسيطرة الدولار التي اتسمت بها العشرون عامًا الماضية عيب كامن فيها. وعلى حين افترض البعض أن بنية التمويل العالمي ستستوعب المزيد من ملايين المشاركين بملايينهم العديدة من الدولارات الإضافية، فإن المنظومة لم يكن بوسعها أن تستغل الكميات الضخمة من النقود المستعادة إلى أمريكا وحدها. وكانت هناك فرص كثيرة للاستثمار بعضها موجود في العالم المتطور اقتصاديًا، لكن معظم الفرص موجودة في النظم الاقتصادية البازغة. ولم تكن هجمة الكميات النقدية الضخمة التي وجهها المسئولون عن الاحتياطي النقدي في النظم الاقتصادية البازغة إلى البلدان المتطورة اقتصاديًا مجرد عامل ساهم في الأزمة بل كانت نوعًا من النزح اللاأخلاقي لموارد أولئك الذين في حاجة إليها. والواقع أن الأزمة الحالية تنطوي على كثير من المسائل الأخلاقية ولكن ربما ليس بالطريقة التي بالغ كثيرون في أهميتها.

ومع أن العولمة قد تكون جديدة، فإن هذه ليست هي المرة الأولى التي وسَّعت فيها التكنولوجيا نطاق انتشار الانهيار المالي. وقد ارتبطت أيضًا عمليات تحسين وسائل الاتصال في منتصف القرن التاسع عشر والسنوات الأولى من القرن العشرين بالانهيار المالي في كثير من الدول. غير أن

وسائل الاتصال باعتبارها المقدمات التي تنذر بقرب حدوث الأزمة ليست جديدة. وأعود فأقول أن الجِدّة- اليوم- هي المقياس الذي لابد أن يتماشى تمامًا في كل الأحوال والبعد العالمي لتكنولوچيا الاتصالات.

إن تكنولوچيات الاتصالات 'مؤسسات تم تطويرها وفق مواصفات اجتماعية، مثلها مثل الحكومات، والمنظومات التعليمية، والأنساق الأسرية، والمنظمات الخيرية المعتمدة على الذات'.(٣) والتغير الأكبر الذي أحدثته وسائل الاتصال هو إدخال مشاركين كثيرين جدًّا في المنظومة التي جرى استبعادهم منها.

سيقول المتعصبون أن كلا من التجارة ووسائل الاتصال أوجدتا عالمًا كاملا جديدًا يمكنه أن يتطور ويستكشف. لكن هناك في الواقع القليل جدًّا من فرص الاستثمار المناسبة. وكان هناك دافع إلى الاستثمار، وإلى زيادة استغلال التدفقات الرأسمالية، لكن الفرص الحقيقية للتوسع كانت قليلة. وعندما يكون هناك طلب **demand** على منتج ما وكان العرض منه غير كافٍ، فإن أيّ منظومة رأسمالية جيدة ستتولى مهمة طرح هذا المنتج. وهكذا فإن الاستثمار الإضافي قد استلزم استثمارًا، وقد وجد الاستثمار الإضافي فرصته الاستثمارية في سندات الإسكان ومشتقات الائتمان الأمريكية والأوروبية. وبكل أسف، فإن الفرص كثيرًا ما كانت حافلة بالعيوب حتى من ناحية تخطيطها ذاته.

بكل أسف، كثيرًا ما كانت الفرص حافلة بالعيوب حتى من ناحية تخطيطها ذاته

إن الدروس التي أريد أن أستخلصها من مشاكلنا ليست دروسًا وعظية. إنها، بالعكس، دروس تخلو من أيّ مقصد؛ فهي في مجملها نوع من الدروس الشديدة الخلافية القليلة الصدقية. فقد كان يبدو، من كافة الوجوه الأخرى، أن ما يعزز وضع البشر- دخول النظم الاقتصادية البازغة في حيز العالم المتطور اقتصاديًا- تكلفة معلقة **attached cost**(*) لم يتوقعها لا البلاد المتطورة ولا البلاد البازغة اقتصاديًا. وهناك أيضًا دروس حول أحادية الرؤية لدى بنوكنا المركزية، الأمر الذي حولها إلى تشوهات خطيرة وواضحة داخل المنظومة المالية. وهناك أيضًا دروس للمسئولين القانونيين الذين دفعوا بهياكل التمويل الدولي لأن تتطور بطريقة كان ضررها واسعًا. لكن هذه الدروس ربما كانت بكل أسف استثنائية، وغير قابلة للنقل، وحتى عديمة الصلة بحالة الرواج والكساد التالية. وعلى الأرجح، فإن سلسلة الأزمات المالية الكبرى التي شهدها العالم منذ عام ١٩٩٠ بعيدة جدًّا عن الوصول إلى نهايتها. ونحن لم نكتشف إلى الآن الحدود القصوى للاتصالات. لكن، ما من سبب يجعلنا نقول لماذا لا ينبغي أن 'ننخدع مرةً أخرى'؟

(*) تستند فكرة 'التكلفة المعلقة' على افتراض أن قيمة أيّ سلعة أو خدمة تنتقل خلال عملية الإنتاج إلى المنتج **product** الذي تم من أجله إنفاق القيمة الأصلية للتكلفة. وتكوّن 'التكلفة المعلقة' جزءًا أساسيًا في القيمة النهائية. (المترجم)

الهوامش

(1) Kenneth Galbraith, The Great Crash. 1959.

(2) Mervyn King before Treasury Select Committee, 30 April 2008.

(3) Carla G. Surratt, The Internet and Social Change, 2001, McFarland.

الفصل الثاني

الملامح المشتركة للأزمات المالية، ولماذا لا نراها وهي تقترب منا

مدهش أن نرى الهلع وهو يسري بين الناس بسرعة مذهلة في بعض الأحيان. الواقع أن كل الشعوب وكل العصور معرضة لهذه الأحيان.

توم بين، الأزمة الأمريكية، ١٧٧٦

Tom Paine, The American Crisis, 1776

هناك ملامح مشتركة لكل الأزمات المالية. وكثيرًا ما يبدو أن في إمكان هذه الملامح أن تحدد تعريفًا للأزمات المالية في كل مكان. فكل أزمة تشهد تراجعًا في الإقراض المصرفي، وانهيارات مفجعة في أسعار الأصول، وطلب مساعدات من البنك المركزي أو الحكومة، ومشاكل تمويلية. ولا شك في أن الأعراض الأولى للخسائر الواسعة النطاق بين البنوك تؤدي إلى أضرار لاحقة وعميقة تصيب الاقتصاد ككل. فتتزايد الإفلاسات والبطالة ويقل الإنفاق والاستثمار. وقد كانت هذه الأعراض واضحة في كل من الولايات المتحدة وأوروبا عام ٢٠٠٨. وظهرت هذه الأعراض ذاتها في

اليابان في منتصف التسعينيات، وفي تايلند عام ١٩٩٧، كما ظهرت الأزمة المصرفية الإسكندناڤية عام ١٩٩١. وكانت هذه الأعراض نفسها قائمة في أعقاب الأزمة الكبرى لعام ١٩٢٩ وفي الأزمات المصرفية الكبرى في القرن التاسع عشر.

ومن الواضح أن هذه الأعراض كانت موجودة لكن الأعراض لم تكن هي الأسباب. وقد أُلقي اللوم على نحو مشترك أيضًا على كثرة الديون باعتبارها السبب دون الاهتمام الكافي بالبحث عن وسيلة يمكن سداد هذه الديون بها. لقد لعبت الديون دورًا في الأزمة الكبرى لعام ١٩٢٩ التي أُلقي اللوم فيها على تبادل الأسهم في الأرصدة المالية المقترضة وديون المستهلكين الضخمة. وانهارت البنوك اليابانية بسبب ديونها الضخمة. وأُلقي اللوم في أزمة الائتمان التي أعقبت ذلك الانهيار على صكوك الرهن، وعلى الاقتراض الذي تغلغل داخل النظم الاقتصادية في كل من أوروبا والولايات المتحدة. لكن الدين له أهميته بكل تأكيد.

فإذا كان كل من السبب والأعراض متشابهين في كل الأزمات، فلماذا نقف مكتوفي اليدين إزاء هذه الأزمات، ولماذا لا نراها وهي تقترب منا؟ لماذا لا يسعنا أن نحدد قواعد التمويل بنفس الطريقة التي نحدد بها قواعد الهندسة؟

ألا يستحق هذا أن نسعى إليه بكل ما فى وسعنا؟ ربما يمكننا أن نتجنب هذه المشاكل بدرجة أكبر من التطبيق المباشر. لقد كان المقصود من التقييد في خمسينيات القرن الماضي أنه يصعب الحصول على الرهن مع أنه لم تكن

هناك أزمات مالية. حدثت فقط بعض الأزمات في الفترة بين عام ١٩٣٣ ومنتصف السبعينيات نتيجة لاتباع قواعد صارمة. أفلا يكون من الأفضل أن نعود إلى يقينية التدابير التي كانت قائمة حينذاك؛ ربما بالثقة في العملات التي لها غطاء ذهبي؟

قد تكون العودة إلى الحياة الأكثر بساطة أمرًا مغريًا. وربما تكون هذه الأزمة قد أحدثت انهيارًا اقتصاديًّا كبيرًا حتى إن أيّ قدر من التنظيم يُعتبر يقينًا. لكن العودة إلى الماضي هو أمر خارج إطار موضوعنا. فهناك مبررات كثيرة تركناها وراء تدابير تلك الأيام لأن التكاليف الاقتصادية كانت غير مستساغة في الغالب. لكنه كان يمكن بكل تأكيد تفادي تلك الأزمات في المجتمعات العالية التطور، الأمر الذي نقرنه دائمًا برأسمالية القرن التاسع عشر 'البدائية'. ولذا لابد أن نكون قادرين على ابتداع مجموعة من القواعد من شأنها منع حدوث ذلك النوع من المشاكل التي نقرنها عادةً بإحدى قصص ديكنز أو بعشرينيات القرن المنصرم.

وقد لا يكون ممكنًا أن نحدد ونعالج المشكلة أو أن نعرفها بدقة دون أن نناقشها بصورة سليمة. إن الديْن شأن هامّ. ومع أن الاقتراض والجشع قد يضلاننا، فإن الاقتراض والجشع أمران ثابتان؛ فهما لا يفسران لماذا تصاعدت الأزمة حين حدثت. ويتعين علينا أن نوجه قدرًا أكبر من الأسئلة بدلا من الوقوف عند سؤال: من الذي أقرض النقود ومن الذي استفاد من تلك المنظومة؟ فنحن في حاجة إلى أن نعرف الكثير عن النقود نفسها. كما أننا، بوجه خاص، في حاجة إلى معرفة ما المقصود بالنقود.

الخلفية العامة

أنا أعتقد أن أحد التطورات الإيجابية، وأحد التشوهات، وواحدة من المشكلات المتكررة كثيرًا، معًا، رسمت الطريق الذي أدى إلى الكارثة المالية.

كان التطور الإيجابي هو التوسع في التجارة والتمويل الذي حدث عقب انتهاء الحرب الباردة وما صاحب ذلك من تقدم في تكنولوچيا الاتصالات. لقد وضع زوال الإمبراطورية السوفيتية وسقوط سور برلين نهاية حاسمة لقواعد العمل السائدة في الغرب والشرق معًا، الأمر الذي ساعد على التخطيط لمستقبل شامل لكلا الطرفين. وكانت المكاسب ضخمة؛ في مستويات المعيشة لكل من الشرق والغرب، وفي التجارة العالمية، وفي وسائل الاتصال. وكان الشيء المفاجئ هو دخول الصين حلبة الاقتصاد العالمي.

هذه المكاسب رافقت التوسع في وسائل
الاتصال المتقدمة وتحققت من خلالها

إن هذه المكاسب رافقت التوسع في وسائل الاتصال المتقدمة وتحققت من خلالها. والتطورات التكنولوجية ساعدت على تحسين وسائل الاتصال كما أنها كانت شرطًا ضروريًا لظهور التحديثات المالية، تلك التحديثات التي أدت بعضها فيما بعد إلى خلق مشاكل. وهناك اختلاف ما في 'الطريقة التي نحيا بها اليوم' ولكن لا مجال للعودة إلى العالم المحدود جدًا الذي تركناه وراءنا.

الواقع أن سياسات التجارة والاستثمار للنظم الاقتصادية البازغة هي التي أدت إلى التشوه. ففي العشرة أعوام السابقة على عام ٢٠٠٧ تم شراء أصول دولارية تفوق كثيرًا ما يمكن استثماره حتى في نظام اقتصادي بحجم الاقتصاد الأمريكي. وقد أدى دخول النقود الدولارية إلى الاقتصاد الأمريكي إلى الإسراع بخفض أسعار الفائدة وساقت عملية الاقتراض إلى مناطق خطرة، تلك العملية التي شجعها كل من الخط السياسي للدولة وهيكل الحوافز في البنوك.

المشكلة المتكررة هي عدم وضوح موضوع النقود. إن أفضل وصف للأزمة المالية هو أنها إعادة تعريف للنقود؛ فما كنا نظن أنه وسيلة التبادل ووحدة الحساب أصبح مرفوضًا على نحو مفاجئ. إن الأزمة المصرفية تحوِّل النقود الطبيعية- وسيلة التبادل- من تعهدات ورقية تتناقلها البنوك فيما بينها إلى نقود البنك المركزي، الأجدر بالثقة، والعملة الأساسية، والعملة المسموح بسريانها في نطاق اقتصاد معين. فتصبح التعهدات الورقية تعهدات لا قيمة لها.

وفي هذا الفصل، أتناول العوامل التي تؤدي إلى الأزمات، ليس الأزمة الحالية فقط ولكن كافة الأزمات المالية الأخرى تقريبًا. وهذه العوامل تشمل رفع القيود عن الأسواق المالية، وعدد المستثمرين الذين يدخلون إلى الأسواق، والسيولة المالية، وعدم فهم طبيعة النقود ذاتها بصورة سليمة. وسوف أشرح كيف يمكن أن تختفي النقود والسيولة على حين غفلة.

رفع القيود المالية: أبواب الفرص والمحن

يبدو أن الشرط الأساسي لكل أزمة بنكية هو رفع القيود المالية. ففقدان القواعد المصرفية والتنافس على إتاحة القرض الائتماني يدفعان البنوك إلى البحث عن مقترضين ومستثمرين جُدد. فالمشاركون الجُدد يتنافسون ويتم اكتشاف أساليب جديدة للتنافس. وتتحلل العلاقات القديمة وتتشكل علاقات جديدة على أساس مزايا التكاليف، الأمر الذي يؤدي إلى قرارات تقوم على أساس اعتبارات قصيرة الأجل. فتحدث أخطاء الاقتراض، ويتعذر سداد الديون، وتتصاعد الأزمة. وقد تم تطبيق سياسة رفع القيود المالية قبل الرواج الياباني، وقبل الرواج التايلندي في السنوات الأولى من تسعينيات القرن، وقبل الرخاء الإسكندناڤي في أواخر الثمانينيات. وعلى العكس من ذلك، فقد سبق فرض سياسة القيود على البنوك الرخوة أزمات منتصف القرن التاسع عشر والأزمة الكبرى لعام ١٩٢٩.

هذا لا يعني أن سياسة رفع القيود تؤدي بالضرورة إلى مشاكل. بل إن رفع القيود ضروري دائمًا، ولا يستحسن السير في الاتجاه المعاكس حتى إذا أدى رفع القيود إلى مشاكل. فالهدف الأساسي للبنوك هو تحقيق الائتمان، الذي يصبح حينذاك في شكل نقود، مادام هناك ثقة في سداد أقساط الدين في المستقبل.

ومن قبيل المفارقة أن القواعد الرخوة غالبًا ما تكون مقترنة بالثقة الكبيرة في المستقبل. فالاعتماد المتنامي على مزاعم المستقبل يؤدي إلى

اختلال خطير في التوازن وإلى اعتماد أكبر على تسديد الديون في المستقبل. وحينذاك يكون الأمر قد تجاوز حده، أو يكون الهلع قد تفجر وتفشى، وهو ما ينم عن هشاشة المنظومة.

ويُنظر إلى الفترة التالية لعام ١٩٧٩ باعتبارها صعودًا تاريخيًا لتطبيق سياسة رفع القيود عن الخدمات المالية في كل بلد تقريبًا. وقد اقترن ذلك بمستويات عالية في النمو الاقتصادي، وبمستويات معيشية أفضل، وبالتقدم. فمنذ بداية السبعينيات، كانت سياسة رفع القيود قد شاعت داخل الصناعة المصرفية في كل من الولايات المتحدة وبريطانيا قبل أن يتسع نطاق عمليات رفع القيود في كل أنحاء العالم. وقد ألحق رفع القيود ضررًا بكل شخص تعامل مع البنك. وأحس الناس بتغيرات في مواعيد فتح البنوك وغلقها، وما هي المنتجات المتاحة، وفي سلسلة صكوك الرهن، وفي مستوى عمولات الأسهم، ورأوا من القادر على التعامل مع أسواق الأوراق المالية. وكانت التغيرات عميقة فيما بين البنوك نفسها؛ وتواصلت المنافسة عبر العالم لضمان أسرع صفقة بأقل تكلفة للحصول على أعلى ربح. ويقال أن المصرفيين القدامى لم يكونوا منشغلين بالربح بل بميزانياتهم. لكن ذلك القول ليس صحيحًا بكل تأكيد. الصحيح أن سياسة رفع القيود قد غيرت بؤرة نشاط العمل المصرفي، وذلك بالتركيز الشديد على الربح الفوري والرسوم، وعلى ما يمكن أن نسميه 'التمويل التجاري للصفقات'، أكثر من تركيزها على قروض الائتمان بأشكالها التقليدية. وأولا وقبل كل شيء، فإن سياسة رفع القيود وضعت حلول الأوراق المالية (الأسواق) مقابل حلول العلاقة (القروض).

وضعت سياسة رفع القيود حلول الأوراق المالية (الأسواق) مقابل حلول العلاقة (القروض)

لقد أدى رفع القيود إلى تحسينات هائلة في الخدمات، بالإضافة إلى نمو عالمي ضخم في الثلاثين عامًا الماضية. لكن هذه الفكرة غير صائبة بالمرة. فرفع القيود قد أتاح النمو لأنشطة تجارية كثيرة، والكثير من المقترضين بغرض الاستثمار، يمكن القول إنه ما كان للاتحاد السوفيتي أن يستسلم بهزيمته أمام الرأسمالية بهذه السرعة لولا تطبيقه سياسة رفع القيود. وربما كان من الممكن ألا تصبح للصين القوة الاقتصادية التي تمتلكها الآن بدون الإيمان بحلول السوق التي شملتها سياسة رفع القيود.

غير أن سياسة رفع القيود عن أسواق المال، التي كان معمولا بها طويلا، تبدو اليوم هشة. ومن نواح مختلفة، كانت هذه السياسة بمثابة النجاح الذي أدى إلى ما نحن فيه الآن من مشاكل، لكن ما تعتبره الأسواق المالية والبنوك نجاحًا هو مصدر الهشاشة أيضًا. فقد كان ثمة مكاسب حقيقية ملموسة، لكنها كانت تأتي بتكلفة رهيبة. حتى أولئك الذين يتحدثون عن المكاسب لا يمكنهم إنكار هذا الفشل. وهم لا يستطيعون أيضًا إنكار المصاعب المالية التي يسببها ذلك الفشل.

هذا ليس معناه أننا لم نكن نمتلك الضوابط المالية التي تمنع حدوث مثل ذلك النوع من الأزمات الشاملة التي عانينا منها أشد المعاناة. الضوابط المالية كانت موجودة وفاعلة طوال الثلاثين عامًا الماضية. لكن هذه الأزمة قد نشأت لا بسبب عدم وجود ضوابط بل بسبب الاطمئنان للضوابط القائمة،

والطريقة غير المناسبة في تطبيقها، والرغبة في تعزيز النمو الاقتصادي بأيّ ثمن تقريبًا. لقد جاءت الأزمة من الغفلة الجماعية من جانب البنوك- هذه البنوك التي لا تعلن حالة الإفلاس من تلقاء ذاتها. ولا يكاد يصدق أحد، على أيَّة حال، أن الجيل الحالي من المصرفيين أكثر بخلا من أسلافهم، أو أن المصرفيين يحتكرون الجشع. وربما كان رفع القيود هو أحد العوامل، لكن من المستحيل تقريبًا أن نتخيل أن هناك ضوابط شاملة يمكن فرضها على الائتمان المصرفي.

على أيَّة حال؛ الجميع يرون أن المشكلة نشأت في البنوك، وأنه يتعين على البنوك أن تكون بؤرة الإصلاح. فيجب معالجة عدم وجود ضابط، والسعي الحثيث وراء الربح القصير الأجل، وفرض ضوابط غير آمنة للمخاطر. أجل، لقد كانت البنوك مخطئة، لكن ربما كانت هناك عوامل أخرى أقل يسرًا في معالجتها.

بعد وقوع الحدث، لا مفر من العودة إلى سياسة فرض القيود. لكن المسئولين القانونيين والسياسيين الجُدد، بإيماءات إلى أن معظم النظم القانونية ستسعى إلى تفادي التقييدات الإرشادية التي كانت متبعة في الخمسينيات والستينيات، متوافقون فيما يبدو على مزايا سياسة رفع القيود، بالإضافة إلى أخطارها. وللأسف فإن هذا الأمر يوحي أيضًا بأن أولئك المسئولين عن الإدارة المصرفية لا يرون أن جانبًا كبيرًا من النظم القانونية جزء من المشكلة.

العودة إلى تطبيق أسلوب إداري قديم من شأنها أن تفرض قيدًا على النمو الاقتصادي. كما أنها تعمل على تقويض النضال من أجل التقدم الذي شارك فيه الملايين في أوروبا الشرقية وفي غيرها. فهل هم يوافقون على مثل هذه القيود؟ لا أظن. وماذا تعني العودة إلى سياسة فرض القيود فيما يتعلق بالحق في الفشل، ذلك الحق الذي يمثل جزءًا في صميم النجاح؟ قد تكون سياسة رفع القيود المالية أحد عوامل الأزمة المالية ولكن يجب علينا أن نفكر مليًا قبل أن ننخرط في حل العملية.

الحقيقة أن التمويل شيء أضخم من العمل المصرفي؛ فالتمويل في ضخامة الاقتصاد واقتصاد اليوم اقتصاد عالمي. ومع أن البنوك توفر الاعتمادات الائتمانية، وتجني الأرباح، فإنها لا تنفرد في إحداث أزمة. ويتفق أبرز المعلقين على أن الاختلالات العالمية- خصوصًا الفوائض والعجوزات الضخمة في الحساب الجاري- وكذلك أخطاء البنوك المركزية، قد لعبت دورًا كبيرًا في حدوث الأزمة.

ومع ذلك، فأنا أعتقد أننا بحاجة إلى البحث عن فهم أعمق لأصل الأزمات، بسبب تكوين الدين، وعن تعريف للنقود نفسها بوجه خاص. وسنأتي للعولمة ودورها في الأزمة الحالية في فصول قادمة، أما هنا فإننا نهتم بالنقود؛ لأن كافة الأزمات، بما في ذلك الأزمة الحالية، تنطوي دائمًا على مشكلة النقود.

الخاصية السحرية للنقود

يتسم علم الاقتصاد بالافتقار إلى فهم عميق للنقود. فالنقود تمثل مشكلة حتى لأولئك الذين يقضون جل حياتهم يدرسونها ويضاربون فيها؛ البنوك المركزية على سبيل المثال. ومن الغريب أن النقود تبدو باعتبارها مكونًا أساسيًّا للنظم الاقتصادية تتمثل فيه بوضوح، ما المقصود بمصطلح النقود وكيف تؤدي وظائفها. غير أن النقود شيء مبهم في الواقع لدى الجميع؛ الخبراء والناس العاديين على السواء.

هناك دائمًا خلافات شديدة بشأن النقود لكنها، مشكورةً، نادرًا ما تكون مثارة على الملأ. وحين تكون هذه الخلافات ظاهرة، فإن ذلك يمثل على الدوام أنباء غير سارة. وكما أن صوت الارتطام يكون غير سار حين نفاجأ بحدوثه، كذلك تكون الروابط الأساسية لمنظوماتنا النقدية خفية تمامًا وليست بادية للعيان، لكن الأزمة تجبرنا على أن نتشكك في هذه العمليات الأساسية جدًّا. ولذلك فإن فهم الأزمة المالية يعتمد على فهم طبيعة النقود ذاتها، بما في ذلك أصولها.

جزء من المشكلة يكمن في

الحيلة السحرية المسلَّم بها

يكمن جزء من المشكلة في الحيلة السحرية المسلم بها. ففي الماضي كانت النقود 'مغطاة' بممتلكات ذهبية أو فضية. وكان الاعتقاد في هذه التغطية كبيرا، لذلك فإن النقود بدت على الأقل كما لو أن لها أساسًا ما. لكن

تلك الأيام قد ولّت. أما الآن، فإن الجميع يستخدمون 'نقودًا بلا غطاء'. الحيلة السحرية هي أن هذه الوحدات الورقية قد أصبحت سارية كعمــلات رمزيـــة للدفع، بدون أيّ تفكير في قيمة مالية مستقلة أو قابلية للتحويل.

فإذا ما تمت الموافقة لحكومة على أن تسدد ديونها بنقود ورقية (وكان في مقدورها أن تقنع مواطنيها بأن يسددوا ديونهم بنفس الطريقة) فلا حاجــة إذن لأيّ قابلية للتحويل. فقابلية التحويل إلى الذهب أو الفضة كانت مجــرد حيلة. والواقع أن الاستخدام الواسع النطاق للذهب كان من الممكن أن يؤدي إلى عمليات نقل مثيرة للقلق للثروة من مكان إلى آخر. وعاجلا أم آجلا، كان من الطبيعي أن تحل النقود الورقية محل الذهب- على الأقل فـــي صـــورة إيصالات ذهب يقابلها ذهب. فإذا كان 'المسدد الأخير لقيمة الإيصال' موضع ثقة في المنظومة (الحكومة غالبًا)، فلماذا القلق إذن على الذهب؟ إنه ســؤال واضح لم يجد جوابًا حتى عام ١٩٧١ حين تخلت الولايـــات المتحـــدة عـــن الذهب وعوّمت الدولار. ومنذ ذلك الوقت فصاعدًا، تخلى الذهب عـــن دوره مرجعا للنقود، وسادت الورقية سيادة كاملة؛ أيّ النقود الورقية التـــي يحـــدد البنك المركزي ضوابطها.

في الواقع، لم يكن للذهب في غالب الأحيان صلة بالوظيفة الرئيـــسية للنقود؛ أي الدين **debt**. فالنقود (في صورها النقدية **cash** والدفترية **deposit** والائتمانية **credit**) تعبير عن الموازنة العامة للاقتصاد؛ ولكل دين بند مـــن بنود الأصول. والعملات الورقية (البنكنوت) هي مجـــرد وســـيلة للالتـــزام بالفائدة أو أصل الدين (بالنسبة للمقترض) ولضمان العائد والدين المـــستحق

سداده مستقبلا بالنسبة للمقرض. ولا ضرورة للذهب في هذه المنظومة على وجه الإطلاق.

فيما عدا قدر قليل من النقود التي يتم تداولها على مسئولية البنك المركزي (النقود الورقية **notes** والمعدنية **coins** واحتياطيات البنك المركزي)، لا تعدو النقود كلها عن كونها إقرارًا نافذ المفعول من جانب الدولة والأفراد والشركات بديونهم، أو عن كونها اعترافًا بديون شخص آخر. وما دامت شرعية الدولة قائمة، فإن ديونها يتم تداولها كنقود. وتتيح قدرة الآخرين على الاقتراض تداول ديونهم كنقود.

هذه هي الحيلة السحرية للنقود؛ إقناع كل فرد وكل نشاط تجاري بأن المجموعة الرئيسية من الديون تضمنها سلطة الدولة (النقود الورقية والمعدنية واحتياطيات البنك المركزي) يمكن أن تمنح الثقة الكاملة في دعم شبكة واسعة النطاق من المديونيات والخصوم **claims and liabilities**. هذا يمكن أن يحدث لأن التسوية النهائية للديون مع الدولة (الضرائب) يمكن أن تتم بنفس العملة التي تترجم النقود التي يتداولها الأفراد إلى المادة **stuff** التي نعرفها باسم 'النقود'. إن الأزمات تنشأ إما لأن قدسية نقود البنك المركزي نفسها أصبحت موضع شك أو- وهذا هو الاحتمال الأكبر- لأن الديون الخاصة **private debts** المتداولة على نطاق واسع لا يمكن تسويتها بنقود البنك المركزي. وقد نشأت أزمتنا عندما أصبح من غير الممكن تسوية النقود الخاصة **private money** بنقود البنك المركزي.

ومن قبيل الابتذال أن نقول إن النشاط التجاري موضع ثقة؛ فالنقود ذاتها بكل أنواعها موضع ثقة في واقع الأمر، واهتزاز الثقة هو السبب الرئيسي للأزمات، خصوصًا الثقة في تسوية الدين الخاص. وتسعى البنوك إلى دعم منظومة الثقة عن طريق إنشاء معظم الديون التي يتم تداولها كنقود. لكن هذه النقود ليست نقودًا في جيبك بل هي نقود في موازنات البنوك، وفي الاعتماد الائتماني، وفي التحويلات؛ في أيّ شيء، في الواقع، فيما عدا ما هو ضروري لتسديد الضرائب. البنوك تقوم بهذه الحيلة سواء عن طريق القيام بدور البورصة التي يمكن من خلالها أن يجد المقترضون مقرضين في العملية الواحدة، أو- غالبًا- من خلال إنشاء بند في موازنتهم يبين الدين، أو الوديعة التي في حاجة إلى التوفيق فيما بعد. ويعتبر الفصل فيما بين المقترضين والمقرضين دورًا حاسمًا لبناء الثقة يجب أن يؤديه البنك وأن يحافظ عليه بكل السُبل ليظل مشروعًا حيًا. وبدون الثقة، فإن المودعين سيولون الفرار وينهار البنك. إن هذه العلاقة هي مفتاح إدراك لماذا تحدث الأزمات المالية.

معظم البلاد تؤكد على أن البنوك يمكنها القيام بهذه المهمة عن طريق المطالبة بإيداع جزء من الودائع في شكل احتياطيات بالبنك المركزي- ومن هنا مصطلح 'النظام المصرفي الجزئي' **fractional banking**. وكان نظام إيداع الاحتياطيات قد تم تصميمه لضمان حماية المودعين في حالة الانسحاب المفاجئ من المنظومة المصرفية (ومن هنا مصطلح 'الاحتياطيات' **reserves**)، بل ولحماية المركز المالي للبنوك أيضًا، ذلك لأن حجم

الاحتياطيات يرتبط بحجم الائتمان الممنوح بصورة مباشرة. وهذا النظام يعتبر أيضًا رابطًا مهمًا بين المال الخاص وأموال البنك المركزي.

يتم وصف منظومة الاحتياطي على اعتبار
أنها حماية لمستخدمي البنوك. وهذا تضليل

إن منظومة الاحتياطي يتم وصفها على اعتبار أنها حماية لمستخدمي البنوك. وهذا تضليل. فمن قبيل المستحيل أن تتخلى الاحتياطيات عن دعم المودعين. فإذا كان موقف البنك ضعيفًا لدرجة يقوم معها باستدعاء احتياطياته، فإنه يستحيل أن يواصل مسيرته. إن الوظيفة الحقيقية للاحتياطيات دقيقة للغاية. وبدلا من النظر إلى الاحتياطيات باعتبارها أصولا مصرفية يتعين، في الواقع أن نعتبرها خصوم البنك المركزي التي يتعين على البنوك أن تحتفظ بها؛ لضمان وجود رابط مباشر بين الأموال الخاصة الأوسع نطاقًا المستخدمة في الاقتصاد وأموال البنك المركزي في قلب المنظومة.

ونقود الاحتياطيات ليست نقودًا عادية؛ فالبنوك المركزية غالبًا ما تكون ضامنة لوجود قدر كافٍ من هذه النقود الخاصة لتلبية حاجة منظومتها المصرفية. لكن الاحتياطيات لا تكون موجودة على غرار 'جنود الاحتياط' الملزمة بالمشاركة في العمل الحربي عند اللزوم. إنها احتياطيات بمعنى أنها أموال محتجزة من بقية المنظومة النقدية. إنها النقود الأخرى التي تبتكرها وتوزعها البنوك التجارية التي تنشئ النقود كما تفعل معظم الأنشطة التجارية والبنوك.

الحقيقة أنه، بدون الاحتياطيات والثقة في نقود الدولة المتمثلة في هذه الاحتياطيات، قد لا يكون ممكنًا أبدًا اعتبار صك الرهن العقاري نقودًا، وبالتالي لا يمكن تبادله. وبهذه الاحتياطيات يتم تقييم الأجور التي أحصل عليها، والأنشطة التجارية التي أديرها، والضرائب التي أدفعها تكون محسوبة بوحدة عمومية مقبولة من الجميع، ويكون صك الرهن الذي أمتلكه مقبولا كنقود، مثله مثل المديونيات الأخرى.

والبنوك التجارية هي المحور الذي تتم من خلاله المقارنة بين مستحقات الحاضر والمستقبل؛ وهي عالم التجارة التي تتم فيه الصفقات، أو هي دار المقاصة **clearing house**. وهناك في الكثير من أنحاء العالم العديد من البنوك التي يحاول كل منها أن يستخدم أصوله وخصومه **assets and liabilities** كأفضل ما يكون، وعلى ذلك فإن المنظومة المصرفية في الواقع عالم تجارة ضخم تتم فيه تسوية كل أشكال الالتزامات **obligations**.

وتتم المقارنة بين نقود البنك المركزي والنقود الخاصة عن نقطة الضعف في المنظومات المالية، ولكنها لا تقول لنا كيف تؤدي تلك النقطة إلى الرواج والكساد. والأمر في حاجة إلى التأني الشديد عند دراسة التداخل في دور النقود كوسيلة التبادل ودورها كدين متداول.

الارتباك في المال

ذكر كارل منجر **Carl Menger**– وهو اقتصادي من القرن التاسع عشر– أن النقود ذاتها ظهرت إلى حيز الوجود خلال عالم التجارة. واعتقد

منجر أن المشترين والبائعين في 'الحالة الطبيعية' كانوا- بصفة عامة- حذرين وكارهين لتقبل هذين المصطلحين. وقد كانت كلمة 'مقايضة' **barter** تدل على أن الصفقات أو المعاملات عسيرة. وعادةً ما كانت كلمة مبادلة البضاعة **exchanging** تعني أن طرفًا قد تخلص من شيء قد لا يكون في حاجة مباشرة إليه. وعند إجراء المقاصة أو المقايضة، كان أحد الطرفين يطلب قدرًا أكبر من البضاعة المطروحة مقابل ما يقدمه هو.

وقد ذكر منجر أنه لو كان بعض التجار قد أقروا وسيلة للتبادل فإن ذلك كان سيعمل على مساعدة كل من الشاري والبائع في الوصول إلى سعر وسط، وفي رفع قيمة سعر البيع وخفض السعر للمشتري. لم يكن مهمًا ما هي تلك الوسيلة. فبمجرد أن يتم الاتفاق على أيّ وسيلة، فإن هذه الوسيلة سرعان ما تكون مفيدة لكل من الشاري والبائع.

ومع أن كلمات منجر لا تقول شيئًا عن النقود بوصفها دينًا، فإنها كلمات مفحمة جدًا. فإذا لم تكن النقود شيئًا سوى أنها آلية يمكن بواسطتها مبادلة السلع في وقت واحد، فلن تكون هناك حاجة إلى الاعتماد الائتماني بل يكون الأمر في حاجة إلى أيّ وسيلة للمبادلة. إن أفكار منجر تنتمي للرؤية المعروفة بوصفها المفهوم الاقتصادي الكلاسيكي الجديد للنقود. وهي أفكار مازالت مفيدة لأنها تبدو- كما سأوضح- أنها تنسجم تمامًا مع سلوك المستثمرين في السوق حيث غالبًا ما يكون مفهوم الدين مغايرًا.

وكما سيرى أيّ شخص، فإن هذه الأفكار لا تمثل وصفا كاملا للنقود، ولكنها تسوق تفسيرًا جيدًا عن الطريقة التي اتبعتها الأسواق لضمان أكبر عدد من الصفقات التجارية. وبطبيعة الحال، فقد أصبح للتمويل التجاري، أيّ توفير الاعتماد الائتماني من خلال الصفقات في السوق أهمية كبرى. لكن العلاقة فيما بين النقود كاعتماد ائتماني والنقود كوسيلة للمبادلة مازال بعيدًا عن الحل. وبكل تأكيد، يبدو أن هذا هو السبب العام للمشاكل المالية.

عدم سداد الدين، أو التخوف من عدم سداد الدين،
هو غالبًا أقوى الأسباب التي تؤدي إلى الأزمات

برغم خلو مفهوم الدين في نظرية منجر، فإن من الواضح أنه لا مجال لعدم السداد. غير أن عدم سداد الدين، أو التخوف من عدم السداد، هو غالبًا أقوى الأسباب التي تؤدي إلى الأزمات. وحتى إذا كان الأمر كذلك، فمازال ممكنًا في عالم منجر حدوث أزمة مالية بدون التخلي عن سداد الدين. وسوف نعود إلى هذه النقطة لاحقًا. أقول ليس كل الناس يتفقون مع منجر، فقد اختلف معه العالم الاقتصادي ماينارد كينز **Maynard Keynes** الذي ذهب إلى أن النقود في أساسها منظومة من الدين **debt** والسداد **repayment**.

لقد كانت صفقات البشر تتم دائمًا على أساس الاعتماد الائتماني، وكان سجل الدين هو الشكل الأعم للنقود عبر التاريخ. ففي العصور القديمة، تم ترويج أقراص من الصلصال كنقود دالة على الديون، والأهم أنها كانت مستخدمة في دفع الضرائب. وفي أوروبا القرون الوسطى أيضًا كان استخدام العملات المعدنية أو النقود الورقية في المعاملات اليومية قليلا. وكانت

العملات المعدنية، بصفة عامة، هي الأفضل بين معظم المعاملات، ولذلك كانت الوسائل الأخرى ضرورية لتسوية المعاملات والديون اللازمة لأداء هذا الدور. وقد كانت بريطانيا تستخدم حتى السنوات الأولى من القرن التاسع عشر منظومة من 'عصي الحساب' **tally sticks** لبيان مقادير الديون(*). وهذا يعني أن منجر كان مخطئًا في استبعاده للدين حين قدم تفسيره للنقود، أو كان تفسيره ناقصًا على الأقل.

لقد كان الاعتماد الائتماني- أو الدين- بداية هامّة لكثير من المعاملات، بل ربما لكافة المعاملات.

لماذا هذا التركيز على الدين بوصفه نقودًا؟ لأن الأزمات المالية يتم تفسيرها على الدوام باعتبارها نتيجة للمزيد من الدين. فإن كان الأمر كذلك، فلابد أن نضع في اعتبارنا أيضًا أن المعاملات التجارية للمنظومة النقدية كلها مبنية، في الواقع، على أساس الدين.

مزايا تختص بها البنوك

إذا كانت النقود مكونة من الديون التي يتم تداولها وكانت أيضًا وسيلة للتبادل في المعاملات التجارية، فإن من الطبيعي أن تقوم البنوك بإصدار ما يكفي المقترضين من النقود وأن تجري أكبر قدر ممكن من المعاملات.

(*) وقد كان لعصا الحساب أسنان يبين عددها مقدار الدين أو مقدار النقود المدفوعة، وكان يمكن تقسيم العصا إلى جزأين حيث كان يحتفظ كل من الدائن والمدين بجزء مدون عليه ما له أو ما عليه. (المترجم)

والقروض **loans** يمكن إصدارها بكل بساطة من البند الدفتري **book entry**، وذلك من خلال توسيع الموازنة العامة للبنك. لكن البنوك في حاجة إلى مزايا بعينها حتى لا تتعرض، بطبيعة الحال، لعواقب وخيمة. أهم شيء هو أن تقوم الدولة بتدعيم النشاط المصرفي كصناعة. وهذا يصدق حتى إذا كانت البنوك شركات خاصة. إن هذا يجعل البنوك مختلفة تمامًا عن الصناعيين أو تجار التجزئة، وعادةً ما يكون هذا الدعم ضمانة غير مرئية. ولكنها تكون ضرورية في وقت الأزمة. ومع أن المشاريع الخاصة الأخرى يمكن أن تفلس، فإن من الضروري أن تظل البنوك الهامّة تؤدي نشاطها. المواطنون قد لا يحبون هذا، لكن هذا هو ثمن استمرار الائتمان.

بطبيعة الحال، إذا أصدرت البنوك نقودًا عن طريق منظومة الباب الدفتري، يتعين عليها في هذه الحالة أن تتأكد من أن الدين يتم سداده. ولذلك، فإن الائتمان مقيد بقدرة الفرد أو الشركة، أو المجتمع في نهاية المطاف، على سداد القرض من ثروة تأتي في المستقبل. فإذا بدا أن حدوث تلك الثروة في المستقبل بعيد الاحتمال، فإن الدين يساوي قيمة أقل مما لو كان دينًا من نوع آخر، حتى إذا تم سداده، ذلك لأن احتمال عدم السداد كبير جدًّا. ولن يغير من الأمر أيّ قدر من الصفقات.

هذا الأمر يحدث مفارقة؛ فالإقراض يساعد على زيادة النمو، وبالتالي زيادة الثروة في المستقبل، لكن الإقراض يعتمد على تحقيق ذلك النمو في المستقبل. ويمكن للإقرار البالغ القيمة أن يوفر وسيلة للوفاء بالدين، على حين أن التراجع عن الإقراض سيؤدي إلى عدم سداد الدين بكل تأكيد. ومن

هنا فإن المواءمة بين ثروة المستقبل وعدم السداد في المستقبل شيء جيد، وبرغم أن عدد الأزمات المالية محدود فإن التوقعات تظل غير ناجزة بصورة عامة. ويقال أن ١٠ بالمئة فقط من الأنشطة التجارية الجديدة هي التي تنجح. فما أروع ألا يكون هناك عدد أكبر من الأزمات المالية!

إن الاعتماد على ثروة المستقبل قد يفسر لماذا يسبق رواج الملكية العقارية عادةً ظهور الأزمات. المشكلة لا تكمن في أن الإقراض في مقابل الملكية أشد خطرًا بصورة حتمية من الإقراض مقابل أيّ استثمار آخر، بل تكمن في أن الملكية العقارية لا تضيف إلى الثروة المستقبلية للمجتمع. والواقع أن رواج الملكية العقارية قد يؤدي فعلا إلى عدم تحقيق ثروة حقيقية. لكن ذلك لا يعني أنه لا توجد عائدات للملكية العقارية، بل يعني أن تحقيق الثروة الإجمالية في المجتمع يكون محدودًا أو غير موجود.

والتقديرات الخاطئة لثروة المستقبل يمكن أن تنتج أيضًا من التغيرات السكانية (وتعتبر هذه التغيرات جزءًا من أسباب المشاكل المصرفية اليابانية)، ومن التكنولوجيا، ومن البيانات غير الصحيحة، ومن الرقابة الرخوة من جانب البنك المركزي. وينبغي موازنة امتيازات البنوك- الدعم الحكومي على وجه الخصوص- عند تقييم الثروة المستقبلية للإقراض بدقة تامة؛ خصوصًا وأن الأموال المكسوبة يتم تحقيقها لدفع الدين. وفيما تعلق بالأزمات التي ذكرتها- وربما كل الأزمات- أبديت شكوكي الخاصة في أن القدرة على الدفع هو ما أثار التساؤل حول المبدأ الأساسي للاستحقاقات الأخرى.

الفرضيات المفرطة في التفاؤل طريقة شائعة في سوء تقدير الثروة في المستقبل، كما أن المضي في رفع القيود وفي بند المقرضين الأجانب هو غالبًا أحد العوامل. وقد تناولنا من قبل أثر رفع القيود. وفي الواقع، فإن الملمح العام للأزمات المالية منذ عام ١٩٧٠، بما في ذلك الأزمات الحالية، هو تدفق المال الأجنبي إلى أحد البلاد. حدث هذا في تايلند عام ١٩٩٧، وفي المكسيك (مرتين)، وفي أزمات العملة في أوروبا الشرقية عام ١٩٩٦. وحدث هذا في بلدان إسكندنافيا في ثمانينيات القرن. وحدث أيضًا في كل من إسبانيا والمملكة المتحدة وأيرلندا والولايات المتحدة بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٧.

الملمح العام للأزمات المالية منذ عام ١٩٧٠... هو تدفق المال الأجنبي

وتحاول الحكومات أو وكالاتها- مثل البنوك المركزية- أن تفرض حماية ضد أخطاء التقدير عن طريق مخاطبة تلك البنوك بضرورة احتجاز جزء من الأموال مقابل قروضها أو أرصدة أوراقها المالية. ولا شك في أن هذا يؤدي إلى تقييد الإقراض المفرط.

سلسلة محاولات من أجل حل مشكلة دائمة

والآن، إذا كان الدور الطبيعي للبنوك هو صناعة الائتمان المصرفي، فإن من مصلحتها تجنب قواعد المتطلبات الرأسمالية. والواقع أن قواعد بازل

للكفاية الرأسمالية هي آخر شيء في سلسلة القيود الطويلة التي تم فرضها على البنوك التي يبدو أنها فشلت في تحقيق ما بدأت في عمله بسبب هذا التناقض.

إن فشل النظام القانوني سمة عامة. ففي بريطانيا القرن التاسع عشر، فشلت أيضًا محاولات مماثلة من أجل تقييد إصدار الائتمان المصرفي. في ذلك الحين، كانت هناك جماعة تطلق على نفسها اسم 'مدرسة العملات' **Currency School** تعتقد أن الرقابة الدقيقة على كمية النقود المتداولة والتي لها غطاء ذهبي يمكن أن تحد من التضخم وإصدار الائتمان المصرفي. ولذلك فقد رُئي أن ذلك هو الترياق الشافي من كل أدواء الأزمات. وقد استهوت هذه النظرية الحكومة البريطانية، فقام رئيس الوزراء روبرت بيل **Robert Peel** عام ١٨٤٤ باستصدار قانون تراخيص البنوك **Bank Charter Act** الذي قيد إصدار أوراق البنكنوت من جانب البنوك الخاصة وأعطى حقوقًا حصرية لبنك أوف إنجلند **Bank of England** في إصدار الأوراق المالية على أن يكون لكل الأوراق المالية غطاء من الذهب بنسبة مئة بالمئة.(١)

لكن أوهام أن هذا التقييد يمكن أن يحمي المنظومة من الأزمات قد استمرت لا لشيء إلا لأنه لم تكن هناك طلبات غير متوقعة على المنظومة. وبطبيعة الحال، ظهرت حينذاك توكيدات أوضحت بجلاء أن الائتمان المصرفي كان يواصل التوسع برغم الضوابط المحكمة التي تم فرضها على العرض النقدي والحاجة إلى حماية الأوراق النقدية بالغطاء الذهبي. لكن

النقود الورقية والذهبية التي أتاحتها هذه الضوابط لم تكن تمت إلى الائتمان المصرفي بأيّ صلة. ولم يحدث التعرض للأوهام مرة واحدة فقط بل حدث ثلاث مرات، في أعوام ١٨٤٧ و١٨٥٧ و١٨٦٦، وكان ذلك مصحوبًا بأزمات مصرفية. وفي كل مرة حدثت فيها أزمة، ثبت أن المنظومة التي تم بناؤها لتفادي الأزمة قد أخفقت، وفي كل مرة استلزم حلّ الأزمة تعليق العمل بقانون تراخيص البنوك. كان هذا إجراءً مذلا لمدرسة العملات ولكنه أبان أيضًا أنه يستحيل تقريبًا الحد من الائتمان المصرفي بالإعلان رسميًّا عن معنى محدد للنقود. فالنقود شيء أكبر من تلك المادة التي تنساب من آلة الطباعة الحكومية وأكبر بكل تأكيد من الورق الذي تتم تغطيته بالذهب. النقود هي الإيمان بأن شخصًا آخر سيرد ذلك الدين. ومن الدروس القاسية أن المتخصصين في النقود أخفقوا أيضًا في اكتشاف ذلك في ثمانينيات القرن الماضي حين عوّلوا على وضع معيار محدد للنقود وأخفقوا في ذلك بالمثل.

هذه القوة الخفية للنقود- والائتمان- على الانبساط والانقباض قد لاحظها المراقبون على مدى مئات السنين. كتب جون إستيوارت ميل **John Stuart Mill** يقول: 'القوة الشرائية لأيّ شخص في أيّ لحظة لا تقاس بالنقود التي في جيبه فعلا، سواءٌ أكنا نعني بكلمة 'نقود' القطع المعدنية أم كنا نُضمِّن الأوراق المالية هذا المعنى. فقوته الشرائية تتكون، أولا، من كل النقود التي في حوزة الشخص؛ وثانيًا، من النقود المودعة عند أصحاب المصارف، وكل النقود المستحقة له وتلك التي يتعين عليه دفعها عند الطلب؛ وثالثًا، من أيّ

ائتمان مصرفي يتصادف أن يحصل عليه.'[٢] وهذا يشمل الائتمان المصرفي، ويشمل الائتمان المصرفي المستقبلي وهو الأكثر أهمية.

لقد أراد ميل أن يقول أن النقود هي حقًا الوحدة التي تعبر عن النقود كوسيلة تيسر المعاملات (كما قال منجر) وعن النقود كمنظومة للديون (كما اعتقد كينز). لكن الثروة التخيلية عند چون إستيوارت ميل تشمل كلا الأمرين، واقتصاد السوق يتطلب كليهما. والاقتصاديون يعبرون عن هذا بمصطلحي 'النقود المتاحة' و'سرعة دوران' النقود، ولكنهم نادرًا ما يعرفون ما المقصود بالنقود التي يتحدثون عنها أو ما السرعة اللازمة. المشكلة تظهر حين تختلط سرعة الدوران بالنقود.

أسعار الأصول والائتمان المصرفي

الشك في إمكانية السداد مستقبلا يؤدي إلى تقويض القدرة على الاقتراض الائتماني كما رأينا من قبل. وفي السوق، فإن هذا يشبه القول بأن القدرة على الاقتراض الائتماني تساوي القيمة المتوقعة (في المستقبل) لأحد عناصر الأصول. فالإقراض ينمو مع توقع الارتفاع في القيمة المستقبلية لأحد عناصر الأصول. وتتصاعد الأزمة المالية حين نكتشف زيادة في أسعار الأصول غير المدعمة، أو حين نكتشف أن إمكانية سداد ثمن ذلك الأصل في المستقبل ضعيفة. فالأزمة المالية ليست في حاجة إلى تزايد في عدم سداد الديون، بل يؤدي إليها مجرد الخوف من أنها قد تلوح في الأفق من جديد.

الائتمان المبني على قيم السوق يتسم بطبيعته بأنه غير مستقر، ذلك لأن التوقعات المستقبلية تتغير طول الوقت. والواقع أن عدم الاستقرار يمكن معالجته دائمًا. لكن ما يمكن أن يؤدي إلى انقلاب المنظومة بصورة بالغة الخطورة إلى أشكال من الرواج والكساد هو إدخال أشكال من المؤثرات الابتكارية أو الخارجية- الذهب من مستعمرة أو تكنولوجيا جديدة أو منتجًا جديدًا من منتجات التمويل. وقد كانت هناك أشكال كثيرة لعدم الاستقرار في تايلند في تسعينيات القرن الماضي وفي اليابان في ثمانينياته بسبب المؤثرات الخارجية أو الجديدة في رواج تجارة الإنترنت. وحدث ذلك أيضًا في عشرينيات القرن الماضي مع إدخال نظم بيع السلع للمستهلكين بالتقسيط - مثل السيارات وأجهزة الراديو والمساكن (صكوك الرهن)- وشراء الأسهم بهامش ربح. وحدث ذلك في العقد الماضي، ربما أكثر من أيّ وقت مضى، بسبب الاختلال في تدفقات الرأسمال العالمي، وإدخال مستثمرين جُدد، وازدياد سرعة المعاملات التجارية.

في أيّ شيء كنا نفكر؟

عدم الاستقرار قد يعني حدوث تغيرات كاملة في البيئة على نحو مفاجئ. ونظرًا لأن المنظومة المصرفية غالبًا ما تكون قائمة على الدين الخاص، فإن أيّ خطر يتهدد مجموعة معينة من الديون يمكن أن يقلل الثقة في المجموعات الأخرى. ولكن الرغبة العارمة في طرح قروض، والتي تعتبر عقلانية تمامًا في وقت من الأوقات، قد تبدو في وقت لاحق أمرًا لا

عقلانيًا. وبعد أيّ أزمة، تُبين الميزانية أن هذه البنوك قد كانت تخفي شيئًا؛ فهل هي فعلا لم يكن بمستطاعها أن تفكر في أن أصلا من هذا النوع كان يستحق ذلك أكثر؟ أم أن كل هذه البنوك والشركات كانت مخادعة؟ أم أن المدققين لحسابات هذه البنوك كانوا في سُبات عميق؟

السبب الأكثر شيوعًا هو أن
طبيعة النقود ذاتها قد تغيرت

في بعض الأحوال، وُجد أن مدققي الحسابات دون المستوى. ولكن السبب الأكثر شيوعًا هو أن طبيعة النقود ذاتها قد تغيرت قبل الأزمة وبعدها. وقد ذكرت من قبل أن النقود دين قائم على أساس سداده في المستقبل. لكن النقود تتغير في الأزمة لأن توقعات المستقبل قد تغيرت. فكيف يمكن لهذا أن يحدث.؟

الأزمة المالية تحدث عندما تصبح الشروط التي كانت مقبولة من قبل في المعاملات التجارية غير مقبولة على نحو مفاجئ. وتتشابه سمات الأزمات المالية - كما وصفها أولئك الذين عانوا من أهوالها- تشابهًا كبيرًا في مختلف العصور. يبدو الأمر كما لو أن هناك شُحًّا مفاجئًا للنقود، وهو ما يؤدي إلى حالة من الذهول والذعر الشديدين. ففي عام ١٨٢٥، في مستهل أزمة مبكرة جاء في تقرير لجريدة التايمز **The Times** عبارة 'استحالة إنتاج أيّ نقود تمامًا'. هذا هو الملمح الفارق في كل الأزمات المالية؛ اختفاء النقود التي كانت موجودة من قبل. إن لحظة تلاشي النقود هي اللحظة التي تحدد بداية الأزمة.

تكون البنوك المركزية مدعوة لضخ كميات كبيرة من النقود لتحل محل النقود التي اختفت. لكن عمل ذلك يتطلب قيام البنوك المركزية نفسها بتوسيع ميزانياتها كما هو الحال عند حدوث انكماش للقطاع الخاص حيث إحلال شكل من أشكال النقود التي ما زالت مقبولة محل الشكل الذي أصبح غير مقبول.

وفي ٩ أغسطس ٢٠٠٧، في مستهل الأزمة المالية الطاحنة، قام البنك المركزي الأوروبي ECB بضخ ٩٥ مليار يورو لمنظومة البنوك التجارية التي وُجد أنها أوشكت بصورة خطيرة على عدم الوفاء بالتزاماتها. كان هذا هو أقصى مبلغ يقوم البنك المركزي الأوروبي بضخه في يوم واحد. وقد استطاع هذا البنك فعل ذلك ليس عن طريق جمع ودائع من المواطنين المعنيين بالأمر بل بفتح باب في حساباته على غرار ما تفعله البنوك التجارية. وقد أنشأ هذا البنك المزيد من نقود "البنك المركزي" لتحل هذه النقود محل نقود القطاع الخاص التي فُقدت بطريقة أو بأخرى. وحذت بنوك مركزية أخرى حذو البنك المركزي الأوروبي. إنها استجابة نموذجية وضرورية من البنوك المركزية لوقف تفشي حالة الرعب.

للأسف، نادرًا ما تؤدي إضافة نقود البنك المركزي إلى عودة النقود المفقودة. بل، إلى جانب التشكك في بعض ديون القطاع الخاص على الأقل، هناك أيضًا شهوة لا حد لها للحصول على الأصول المالية للدولة باعتبارها الشكل الأساسي للنقود. فترتفع أسعار السندات الحكومية، ويشتد الطلب على النقود السائلة، وتبدو سيولة القطاع الخاص كما لو أنها تبخرت. هذا لأن

خصوم البنك ظلت مهيمنة على نقود البنك المركزي، على حين أن الأصول– التي كانت من قبل مساوية للخصوم– قد انخفضت قيمتها بشدة حينما أصبح التعريف الواسع للنقود (النقود التي أنشأتها البنوك الخاصة) أقل فائدة. ومن هنا، اتسعت الفجوة بين النوعين من النقود. واختفت النقود التي تعتمد عليها معظم البنوك.

هكذا يعود مفهوم السيد منجر للنقود إلى الظهور مجددًا باعتبارها وسيلة التبادل، والتعامل الضاري مع مفهوم النقود باعتبارها دينًا. قال منجر أن النقود منظومة ظهرت إلى حيز الوجود بصورة طبيعية لتيسير التعاملات التجارية. لكن اللحظة الفارقة للأزمة هي عدم القدرة على التعامل نتيجة لأنه لم يعد هناك اتفاق بشأن وسيلة التبادل، بشأن ما هو المقصود بكلمة 'نقود'.

الاستثمار المرتبك والسعة الاستثمارية للقنوات

الفصل الذي يتم بين النوع المقبول من النقود (نقود البنك المركزي) والأنواع الأخرى التي لم تعد مقبولة (كل الأنواع الأخرى) في وقت الأزمة لا يعدو كونه شكلا متطرفًا للاختلاف القائم في كل الأوقات. غير أنه يكون هناك في أثناء الأزمة عدد شديد الضخامة من التعاملات التجارية التي لم يعد من الممكن تسويتها. أيّ إن التعاملات التجارية تصبح لا شرعية.

التعامل التجاري الشرعي هو التعامل الذي يسلك سلوكًا متوقعًا عند الموافقة عليه. غير أن الشرعية لا تضمن الربح بكل تأكيد بل هي مجرد سلوك متوقع. فإذا اشتريتُ سيارة وأوفت بالغرض الذي توقعته منها، فإن

التعامل التجاري يكون شرعيًا حتى إذا اشتريتُ السيارة بعد ذلك في مكان آخر بسعر أقل. فإن تم إبدال السيارة بـ 'ليمونة' فإن التعامل التجاري يكون حينذاك غير شرعي بغض النظر عن السعر الذي دفعتُه مقابل السيارة. فتعاملات السوق تكون شرعية إذا كان السعر الذي أدفعه سعرًا عادلا مقابل كفاءة ما أشتريه. وفي أزمتنا المالية، اكتشف النظام الاقتصادي بكامله- في التو واللحظة تقريبًا- أنه اشترى ليمونة.

عندما تكون السوق شديدة الرواج- سوقًا تهيمن عليها نقود منجر التجارية- قد يبدو أن قيمة أيّ شيء أعلى من قيمته في الأوقات الأقل رواجًا، ذلك لأن هناك دائمًا مشترين وبائعين متحفزين. لكن هذا قد يعطي انطباعًا زائفًا عن القيمة الحقيقية. كما يمكن للكثير من التعاملات التجارية أن تعطي إحساسًا بأن القيمة زائفة. وفي الواقع، كلما كان عدد التعاملات التجارية- التي لا تتجاوز حدًا معينًا- كبيرًا كان عدد الأخطاء الناشئة أو الليمونات المباعة كبيرًا.

دع الأسعار منخفضة

كل إنسان عانى من مشكلة مشابهة في إحدى الحفلات الصاخبة. فسباق الثرثرة عند المدعوين إلى الحفل يفضي إلى سوء التفاهم. لقد أرسلت الرسائل، لكن استقبال الرسائل كان بصورة غير سليمة. أما في الحفلات الناجحة، فهناك موازنة بين العدد الملائم من الضيوف والمكان الذي تحدث فيه الحفلة. وفي الأسواق تحدث أشياء مشابهة (وكذلك في العمل المصرفي).

والاقتصاد يجني أرباحه من العدد الملائم من التعـاملات التجاريـة. لكـن مستثمرين قليلين جدًا يعقدون صفقات تجارية يـستحيل إتمامهـا، فيعـاني الاستثمار. وفي المقابل، فإن الزيادة في عدد المستثمرين تزيد من الـصفقات ومن السعة الإنتاجية للاقتصاد؛ فتصبح الصفقات كثيرة جدًا، وتكون أسـعار الاستثمار عالية بصورة مفرطة، وغير شرعية في نهاية الأمر.

الأكثر ليس هو الأفضل دائمًا. والفوائد ليست غير محـدودة. وهنـاك نقطة تصل إليها المعاملات التجارية يزداد بعدها عـدد الأخطـاء. ويطلـق مهندسو الاتصالات على هذه الزيادة اسم 'السعة الزائدة للقنوات'.

هناك... تناقض جوهري في
نظرة الناس لوسيلة التبادل

هناك، للأسف، تناقض جوهري في نظرة الناس لوسيلة التبادل. فكلما ازدادت التبادلية زاد على الفور قبول أيّ أصل ثمين على اعتبار أنه نقـود. وبالتالي يكون من السهل إفساد السيولة بقيمة نقدية. وعندما تكون الأسـواق في حاجة إلى أصول مالية، فإن الخلط بين النقود كتعامل تجاري وبين النقود كشكل من أشكال الدين له تبعات خطيرة. فالخلط يمكن أن يستمر لمدة طويلة بلا أيّ تبعات، الأمر الذي يؤدي إلى المحافظة على قيمة الأصـول أو إلـى زيادتها في وقت تنخفض فيه القدرة الفعلية على الإقراض. وبالتـالي فـإن تسييل أيّ أصل يمكن أن يؤدي إلى الإضرار بقيمته، وربما بصورة كارثيـة للغاية حين يصبح الخلط واضحًا.

سبب اختفاء النقود في أثناء الأزمة هو في الواقع العجز المفاجئ في إتمام صفقات تجارية. لكن رجال البنوك يقولون أنه "لم تكن هناك سيولة" في السوق، ولذلك فإن النقود التي كانت متاحة قبل الأزمة مباشرةً تختفي. والواقع أن النقود تختفي لأن قيمة التعاملات التجارية للأصل قد اختفت.

أساس اقتصاد السوق: القدرة على الاتفاق على الشروط

كانت العلاقة بين النقود والسيولة وقيمة الأصل أمرًا جوهريًّا في مفهوم منجر للنقود باعتبارها عاملا مساعدًا في المعاملات التجارية على النحو الذي رأيناه من قبل. ومازالت هذه العلاقة وثيقة الصلة بهذا المفهوم.

إن الصفقة(*) الواحدة ليس إلا واقعة معزولة، وغالبًا ما تكون لهذه الصفقة الواحدة أهمية محدودة عند المستثمرين الباحثين عن العائدات وأمن رأس المال في آن واحد. فلا أحد سيشتري الاستثمار الذي يعتقدون أنهم سيكونون عاجزين عن بيعه في المستقبل. وأفضل شكل لأمن رأس المال هو ذلك الشكل الذي تكون فيه المؤسسات التجارية داخل السوق ذات اتجاه سعري ثابت، وذلك لطمأنة حملة السندات بأن استثماراتهم قابلة للنقل دائمًا. فالمستثمرون أولا وقبل معظم الاعتبارات الأخرى، يبحثون عن السيولة.

(*) الصفقة والتعامل التجاري والمعاملة التجارية مستخدمة في هذه الترجمة كمترادفات. (المترجم)

وبرغم أنه كثيرًا ما تكون هناك موازنة بين السيولة والعائدات، فإن المستثمرين غالبًا ما سيفضلون السيولة على العائدات ما لم يكونوا واثقين كل الثقة بأن السيولة لن تركز إلا على العائدات. لكن السيولة المضمونة تعني، للأسف الشديد، أن أيّ أصل يجب أن يعكس أيضًا خصائص شبه نقدية، الأمر الذي يعني أن الأصل لا يغل إلا عائدات شبه نقدية والتي تعتبر ضئيلة القيمة.

من المزاد إلى سوق المال

دأبت الأسواق على فرض قواعد لتطوير السيولة، وبوجه خاص لجذب المستثمرين الذين يُعلون من قيمة السيولة. وفي عام ١٨٠٧، أصدرت سوق لندن للأوراق المالية (LSE) قواعد يتم بمقتضاها ضم كل من كان نشاطه الرئيسي المتاجرة في الأوراق المالية أو السمسرة فيها دون سواهم. وإذا تم رفض طلب الالتحاق بسوق الأوراق المالية، فإن ذلك يعكس غالبًا تمسك سوق الأوراق المالية بهدف وحيد تسعى لتحقيقه ولا يعكس سمعة مقدم الطلب المرفوض.[٣]

الأكثر أهمية من التقييد المفروض على الناس هو التقييد المتعلق بمواصفات المنتَج. وقد اتجهت أسواق السلع في غرفة شيكاغو التجارية إلى زيادة دورة رأس المال (وهي كلمة أخرى تدل على ما تدل عليه كلمة "السيولة") زيادة كبيرة في منتصف القرن التاسع عشر عن طريق التوحيد القياسي للعقود، الأمر الذي كان يعني أن المشترين والبائعين بوسعهم أن يركزوا على السعر.

وكانت القيود المفروضة على كل من المشارك والمواصفة بمثابة أدوات مالية جديدة وهامة. لكن التكنولوچيا جعلت بعض القيود زائدة عن الحاجة. وفي العشرين عامًا الماضية، دخل عدد واسع من الناس في أسواق المال. وتم تخفيف القيود على المشاركة إلى هذا الحد أو ذاك. ولم تعد هناك حاجة إلى أيّ قيد على أيّ شخص يريد أن يتاجر مادام يعمل من خلال قواعد أساسية متفق عليها. والواقع أن معظم الناس، في معظم بلاد الغرب، يعملون من خلال نفس القواعد؛ قاعدة أسعار السوق، والإيمان بأن السوق بوسعها أن توفر الخير لعدد واسع من الناس. لكن المشاركة الموسعة أدت إلى ارتفاع الأسعار، وكان لها دون أدنى شك أثر بالغ في حدوث الأزمة الحالية.

الأسواق عالية السيولة تخلق نقودها

المستفيدون يقيمون الأموال النقدية لصالح استقرارها. والواقع أنه لا يوجد شيء يمكن أن نسميه القيمة السوقية 'المستقرة' بخلاف الأموال النقدية. وكلما زاد عدد المشاركين، قل التفاوت في الأسعار من صفقة إلى أخرى. وبلغة الأسواق نفسها، يتقلص 'الفرق بين أسعار الطلب والعرض' **bid-offer spread** كلما زادت السيولة.

وعندما تكون السيولة سائدة في إحدى الأسواق، فإنها تبدأ في الانتشار إلى الأسواق الأخرى، جزئيًا لأن عددًا كبيرًا من أخطر المستثمرين يضيقون ذرعًا من انخفاض العائدات نتيجة للسيولة المرتفعة. وتفضي الزيادات في المشاركة إلى الحد من تفاوتات الأسعار، وإلى ربط القيمة في إحدى الأسواق

بالقيمة في سوق أخرى. ولذلك، فإن المشاركة ذاتها، وليس الشراء وحده، ستعمل على رفع قيمة السلعة المعروضة في السوق، ذلك لأن سعرها ليس سوى مؤشر موثوق به في المكان الذي يتم بيعها فيه.

التكنولوچيا وظهور قيمة جديدة

على الدوام، كان إدخال أساليب جديدة لوسائل الاتصال يضيف إلى الأسواق المزيد من المشاركين المتوقعين، وكان الطابع العام للعديد من الأزمات المالية هو وصول المستثمرين الجُدد والسيولة العالية. وقد سبق إدخال الراديو والتليفون والسيارة حدوث فقاعة الأوراق المالية في أواخر عشرينيات القرن العشرين وساعد على حدوثها بصورة مباشرة. وكان رواج أسهم السكك الحديدية في أربعينيات القرن التاسع عشر مرتبطاً بالميل الشديد للأسلوب الجديد في النقل، كما أنه زاد أعداد المشاركين في الأسواق.

وقد تفوقت السنوات العشرون الماضية على كل ثورات الاتصالات السابقة، واجتذبت للمرة الأولى مستثمرين عالميين إلى عالم التجارة العالمية. ويجب ألا تدهشنا أيّ زيادة كبيرة تكون مصاحبة للسيولة في السوق.

وفي وقت كان فيه العالم مترابطاً من خلال وسائل الاتصال والتجارة، كان يمكن للأسواق المالية أن تخضع لتغير جذري مماثل له تأثيرات هائلة على الطريقة التي كان يتم بها تقييم المنتجات المالية ومعالجتها.

'العمليتان: اللوچستية والإحصائية' توأمتان لأب واحد

التغيرات في وسائل الاتصال، واتساع التجارة العالمية، وتزايد التحديثات المالية، كلها أوجه مختلفة لثورة واحدة؛ ثورة وسائل الاتصال.

وقد أفضت الثورة في وسائل الاتصال إلى اتساع التجارة العالمية. فما كان يمكن للشاحنات أن تبحر بسهولة شديدة بدون إدارة لوچستية تعتمد على وسائل الكمبيوتر ووسائل الاتصالات الدولية. وبرفقة حاويات الشحن، جاء التمويل التجاري، والعملة الأجنبية، والتمويل، والإدارة النقدية، وتسهيلات الموانئ، والمعدات، والمكاتب، والمستخدمون، والتوزيع، والربح، والفوائض التي أعيد تدويرها، واحتياطيات النقد الأجنبي.

السوق المالية نوع من تبادل
المعلومات حول تكلفة النقود

كانت وسائل الاتصال على الدوام الجزء الأعلى قيمة في الاقتصاد العالمي. والسوق المالية نوع من تبادل المعلومات حول تكلفة النقود، والسيولة في الأسواق المالية مرتبطة ارتباطًا مباشرًا بالقدرة على تبادل المعلومات بيسر بين المشترى والبائع.

والعكس صحيح أيضًا: فمنظومة النقل والاتصالات سوق حقيقية لمعلومات يمكن ترجمتها إلى عبارات مالية. وكلما كانت السوق أكثر قدرة على استيعاب البضائع والخدمات، تصبح أوثق صلة بسوق المال وتزيد حاجتها إلى وسائل اتصال أكثر تقدمًا.

لقد ارتبط نمو كل من التجارة والاستثمار بالقدرة على تصميم وسائل جديدة للاستثمار والأساليب، بدءًا من الاختيارات إلى القيام بالعمليات التجارية، بالاعتماد على نفس التكنولوچيا التي طورت وسائل الاتصال والسيولة. والتجارة الرابحة، ووسائل الاتصال، والأداة المالية المبتكرة، كلها تعتمد على تكنولوچيا الحاسبات. فمصدر العمليات اللوچستية والإحصائيات، أو أبوهما إن شئت، ومصدر التجارة والنقل والأداة المالية المبتكرة، هو تكنولوچيا المعلومات.

لم تفتح وسائل الاتصال الحديثة الباب لتجارة عالمية أوسع فقط بل فتحت أيضًا المجال لتعظيم طرق تعبئة الاستثمارات ومعالجة الخطر. ولكنها لم توسع بالضرورة فرص الاستثمار. إن القدرة على نشر رأس المال زاد مع تحسن الروابط المعلوماتية. غير أن فرص الاستثمار الحقيقية لم تتواكب مع هذا التحسن. لم يحدث ذلك في الغرب على الأقل. فبدون منافذ بيع الاستثمار الإنتاجي، فإن الفقاعات تنتفخ وتتلاحق الأزمات الاقتصادية.

وكثيرًا ما يؤدي دمج البلاد في الاقتصاد العالمي والشبكة المالية العالمية إلى حدوث مشاكل؛ فقد أدى فتح القطاع المالي للاستثمار الأجنبي غير المقيد في كل من السويد وفنلندا والمكسيك وتايلند وأمريكا إلى مشاكل. وقد استرعيت الانتباه في بداية هذا الفصل إلى أن التدفقات التجارية مثلت أحد الأسباب الرئيسية للأزمة إلى جانب رفع القيود. وغالبًا ما كان من غير الممكن تمييز الاستثمار المفرط من جانب والتنافس الذي أحدثه رفع القيود

من جانب آخر، وهو ما يفسر لماذا تم اعتبار رفع القيود مسئولا عن الأزمات. وفي عدة حالات، اعتبرت السيولة، لا المنافسة بالذات، المسئولة عن الأزمة. فقد زادت العولمة سيولة السوق؛ خصوصًا احتياطي النقد من الدولارات.

كلما زاد عدد المشاركين المحتملين زاد السعر السوقي للأصل

كلما ارتفعت سيولة أحد الأصول اكتسب ذلك الأصل سمات النقود السائلة بطريقة تتوافق مع ما طرحه منجر. والاستثمارات العالية السيولة، مثل سندات الخزانة **Treasury Bill** التي أصدرتها الحكومة الأمريكية، قابلة تقريبًا للتبادل بالنقد. أما الأصول الأقل سيولة، مثل المنازل، أو القروض الفردية للشركات أو الأفراد، فإنها لا تكتسب مزايا النقد بنفس السهولة. فسندات الخزانة تطرح بوجه خاص معدلات فائدة منخفضة لأنها معادلة للنقود. والنقود مقيدة في البنك المركزي وفق منظومة مصرفية لا تعطي فوائد في بعض الأحيان، والأوراق المالية والعملات المعدنية، الشكل الأكثر سيولة عند معظم الناس، لا تعطي فوائد بطبيعة الحال. ويتم طرح عائد أدنى بسبب ميزة السيولة، ووفقًا للطريقة التي يكتسب بها الأصل السائل خصائص أشباه النقود يتخذ الأصل السائل خصائص النقود أكثر فأكثر. هذا يمكن أن يؤثر بشدة على الطريقة التي يسير عليها الاقتصاد. فالسوق السائلة يمكن أن تضيف إلى النقود كفاءة اقتصادية بسبب الثقة العالية في قدرتها على إجراء المعاملات التجارية.

يبدو أن كينز[٤] متفق على ذلك وإن بصورة غير مباشرة، يقول: 'سعر الفائدة هو مكافأة مقابل التخلي عن السيولة لفترة معينة. ذلك لأن سعر الفائدة، بحد ذاته، ليس إلا تعبيرًا عن تناسب عكسي بين مبلغ من النقود وما يمكن الحصول عليه مقابل التخلي عن الرقابة على النقود التي يتم استبدالها بدين لمدة زمنية معلومة'.

نظريًا، هناك طريقة لتحقيق السيولة الإضافية اللازمة لخفض عائد أصل من الأصول إلى مستوى عائد النقود. والإجابة واضحة في حالة سند الخزانة: لا تكون السيولة الإضافية اللازمة 'كبيرة جدًا'. أما في حالة كيلة من الشعير أو قرض بفائدة على مسكن، فإن الإجابة هي 'كلما كانت الصفقة أكبر كانت السيولة الإضافية أكبر'. فإذا كان من الممكن التنبؤ بلا تردد بعدد الصفقات، فإن هذه السيولة الإضافية ستزيد بكل تأكيد قيمة السلعة، سواءً أكانت هذه السلعة شعيرًا أم صك رهن.

ومن الواضح أنه إذا تراجعت سيولة إحدى مفردات الأصول إلى مستوى النقود، فإن رفع البنك المركزي لتكلفة النقود سيجعل الأصل أقل جاذبية. وقد استقر الرأيّ بما لا يدع مجالا لأيّ شك على أن الزيادات في سعر الفائدة هي الشوكة التي تثقب الفقاعة.

في عام ١٨٦٥، قبل الأزمة الكبرى بشهور قليلة، حاول بنك أوف إنجلند وقف تزايد السيولة برفع سعر الخصم من ٣ بالمئة إلى ٧ بالمئة. وقد

كان هذا بمثابة القشة التي قصمت ظهر بيت الخصم جورني أوفرند وشركاه **Gurney Overend & Co.**، وما أدى إلى الفوضى اللاحقة التي دمرت العديد من المؤسسات الاستثمارية الأخرى. وقد كان الكثير من جوانب الفشل في أزمة عام ١٨٦٥ في مجال تجارة التمويل العالمي- وهي العوامل التي مهدت الطريق إلى أول عولمة. وقيل إن قيام البنك الألماني بوندسبانك **Bundesbank** برفع معدل السعر هو المسئول عن انهيار سوق المال عام ١٩٨٧، وأن البنك المركزي الياباني هو الذي فجر الفقاعة اليابانية عام ١٩٨٩. وقد رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الأسعار في الفترة السابقة على الانهيار المالي لعام ١٩٢٩. كما رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة قبل الأزمة المالية الأخيرة مباشرةً.

غير أن تصرفات البنوك المركزية ليست مؤثرة عندما تكون حيوية السوق عالية. فمنذ يونيه ٢٠٠٤ كان بنك الاحتياطي الفيدرالي يلجأ إلى رفع الأسعار بصورة مطردة طيلة عامين ونصف عام قبل أن يثور بركان أزمة الرهن العقاري **subprime**(*) في نوفمبر ٢٠٠٦. وقد استغرق الأمر تسعة أشهر قبل أن تشتد ضراوة أزمة الائتمان الطاحنة في أغسطس ٢٠٠٧.

فلماذا أخذت الفقاعة كل هذا الوقت قبل أن تنفجر؟ إنها لو انفجرت مبكرًا لكانت أقل تدميرًا دون أدنى شك.

(*) 'الرهن العقاري' **subprime** شكل من أشكال الرهن الثانوي **secondary mortgage**، وسوف يشار إلى ذلك في فصول لاحقة. (المترجم)

أهم بنك مركزي في العالم كان قد تخلى عن مراقبة السياسة النقدية

الإجابة هي أن أهم بنك مركزي في العالم كان قد تخلى عن مراقبة السياسة النقدية. ففي ذلك الحين، كانت سنوات من أسعار الفائدة المنخفضة جدًا قد أضافت إلى الأسواق المالية 'المكتظة' قدرًا هائلا من السيولة، الأمر الذي جعل رفع أسعار الفائدة عديمة الأثر بدايةً. لكن المستثمرين الأكثر حذرًا في العالم، أيّ مديري الاحتياطيات، كانوا يتنافسون مع البنك المركزي الأمريكي في إقرار أسعار فائدة عالية.

المستثمرون الأكثر حذرًا هم المفجرون الحقيقيون للفقاعات

ما الاحتياطيات وما أهمية إدارتها؟ الاحتياطيات هي أموال الحيازات الأجنبية التي تحتفظ بها الدولة لحماية نفسها من تراجع عملتها أو وقوع هذه العملة في منزلق الانهيار. والاحتياطيات لازمة بكل تأكيد لكل عملة مرتبطة بالدولار، أو بأيّ عملة احتياطي أخرى، وذلك للمحافظة على السعر الرسمي. وزيادة الاحتياطيات نتيجة طبيعية لعملية إبقاء العملة عند سعر أقل من قيمتها السوقية، حيث سيتعين على الحكومة (أو البنك المركزي) أن تبيع العملة للمحافظة على السعر الذي تريد أن تبقي عليه- ولذلك فإن الحكومة (أو البنك المركزي) تلجأ إلى تكديس العملة الأجنبية. والواقع أن كل البلاد تحتفظ ببعض الاحتياطيات؛ لكن تكديس الاحتياطيات كان هائلا في العقد التالي للأزمة الآسيوية، خصوصًا في الصين والبلاد المصدرة للنفط.

لقد كانت المحافظة على رأس المال، وليس البحث عن الأرباح، هي الدافع الذي كان يحرك مديري الاحتياطيات الأجنبية دائمًا، وقد تضخمت الاحتياطيات الأجنبية في العقد الماضي أضعافًا مضاعفة قياسًا بمستوياتها السابقة. كما أن الإستراتيجيات الاستثمارية لهؤلاء قد أولت السيولة اهتمامًا كبيرًا وأعطتها الأولوية على أيّ اعتبار آخر تقريبًا. ويقال أن الأسواق يدفعها الخوف والجشع. لكن دوافع مديري الاحتياطيات مثال جيد لفهم أن أوضاع الأزمة المالية تحدث لا بسبب الجشع بل بسبب الخوف. وهؤلاء ليسوا وحيدين؛ بل إن مستثمرين كثيرين- إن لم يكن معظمهم- سيفضلون السيولة (الأمان شبه النقدي) على العائدات. إنها سياسة تعجز عن إدراك أن الدين- حتى في أنشط الأسواق التجارية- يتم إنشاؤها بالقدر الذي يناسب الاستثمار، وأن الاهتمام بالسيولة يمكن أن يجعل الاقتراض الحذر أمرًا بعيد الاحتمال.

والدولار، باعتباره العملة الرئيسية للاحتياطي العالمي، هو أهم مصدر للقيمة النقدية- ولذلك فهو الوسيلة الأكثر سيولة في العالم. ويرى مديرو الاحتياطيات النقدية أن السيولة لها الأولوية على العائدات.

فإذا كانت فرص الاستثمار محدودة، على نحو ما كان عليه الأمر في الولايات المتحدة بين عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٧، فلماذا يحرص مستثمرون كثيرون على القيام بأعمال استثمارية؟ لقد فهمنا أن المستثمرين يجب أن يختاروا الاستثمارات التي توفر لهم أكبر عائد يمكن توقعه لقاء مستوى معلوم من المخاطرة. فإذا ما استند المستثمرون في اختيارهم على السيولة فقط لتعين عليهم أن يختاروا العائد الأقل مهما تكن المخاطرة.

كما أن الدولار مورد زائل له وفرصه الاستثمارية زائلــة. وقــد أدت الزيادة الضخمة في الاستثمار فــي سـندات الخزانـــة العامـــة والـــسندات المسحوبة على الوكالات **agency bonds** من جانب مديري الاحتياطيات إلى إزاحة مستثمرين آخرين نحو أسواق أخرى. وقد أجبرت الحشود المزاحــة المستثمرين على شراء السندات التي باتت فاسدة والتحديثات الماليـــة التـــي أصبحنا في غنى عنها. واستمرت الإزاحة لفترة طويلة ولدرجة لم يكن معها أيّ مكان آخر يمكنهم الاستثمار فيـــه اللهـــم إلا مزاحمـــة الآخـــرين علـــى المراهنات التجارية القائمة فعلا، أو مجرد الادعاء بأن الاستثمار المتواضــع استثمار جيد. ولا شك في أن الرهن العقاري كان خطأً فادحًا ارتكبه رجـــال البنوك، لكن إذا قالت لك وكالة تصنيف: إنه مصنف بدرجة ممتاز من الرتبة **AAA** وأنه لا توجد فرص استثمارية أخرى، فإن الأمر يكـــون لـــه معنـــى محدد. وقد كان هناك سلوك مشابه لــ 'إزاحة' المستثمرين في عـــشرينيات القرن العشرين مع النمو المذهل لبنوك الاستثمار التي غالبًا ما كانت تستثمر في الأسهم بأسلوب إقراض الشركات وتنافست على رفع أسعار الأسهم.

ويرى الاقتـــصاديون أن هـــذا يوضــــح أن المـــستثمرين يتجـــاهلون الأساسيات. فالأمر يتوقف على الأسلوب الذي يتم به تحديــد الأساســيات، ولكنه يفترض أيضًا العقلانية في ســلوك المـــستثمرين. غيـــر أن مـــديري الاحتياطيات ليسوا عقلانيين لأنهم لا يوازنون بين العائدات والـــسيولة؛ بـــل يفضلون السيولة طول الوقت. وإن هم فرضوا رقابة كافية على الأصـــول، فإنهم بذلك يكونون المفجرين الحقيقيين للفقاعة.

ليس نموذجًا تقليديًا تمامًا

الأسواق المالية العالية السيولة تشبه- بصورة ما- ثوبًا لمصمم من الطراز الأول؛ والزبائن سيشترون المنتج **product** أيًّا ما كان شكله، ذلك لأنهم يثقون في القيمة الحقيقية الكامنة في هذا المنتج.

غير أن شعبية الكثير من السلع تعتمد على وظيفتها التي يعلن عنها الوكيل، فلماذا يتعين أن تكون المنتجات المالية مختلفة؟ إن السلع الكمالية، من حقائب وأزياء وزخرفة وموسيقى، هي سلع شعبية تعتمد على الرسالة الإعلامية للصفقة ذاتها، وعلى التنويه بمقدار تكلفتها، ولا تعتمد على قيمتها الحقيقية.

لكن هناك مصطلح اقتصادي لوصف المنتج الذي يزداد الطلب عليه بارتفاع سعره. وهذا المصطلح يطلق عليه اسم 'سلعة ڤبلن' **Veblen good**(*). فمع أن المنحنى الاقتصادي لكل من العرض والطلب يقول لنا إن الطلب لابد أن يقل متى ارتفعت الأسعار، فإننا نعرف أن بعض المنتجات تشير إلى أن الطلب يزيد مع ارتفاع السعر.

الواقع أن سلوك سلعة ڤبلن يشبه الطريقة التي تقوم بها الأسواق العالية السيولة لجذب المستثمرين حتى وإن كانت هذه الأسواق تغل- عادةً- عائدات صغيرة جدًا. وتؤكد سلع ڤبلن على علاقة التجانب **proximity** بين السلعة

(*) ڤبلن جود رتبة متقدمة في سلسلة السلعة التي يزيد الطلب عليها برغم زيادة سعرها. (المترجم)

والنقود. فسعر سيارة الرولز– رويس يتوقف على المعلومات المعلنة عنها؛ أيّ إن سعرها لم يعد متوقفًا على العرض والطلب. أما الأسواق السائلة فإنها تشير إلى علاقة التجاور nearness بين السلعة والنقود. فالسلعة، بخلاف السيارات الغالية الثمن، تشير إلى سعرها.

وهناك ملامح أخرى للأسواق المالية التي لا وجود لها في النماذج التقليدية. واتجاهات الأسعار التي ترتفع بصورة مطردة ودائمة ملمح من ذلك النوع غير المتوقع. وفي أوقات السيولة العالية، قد يتم تجاهل المعلومات المتعارضة مع الاتجاه السائد، وذلك لفترة ممتدة قد تطول لسنوات أحيانًا.

تفشي أزمات السوق وانتشارها مع عدم سداد الدين

المبادئ الاقتصادية التقليدية تقول إن كل أشكال الصعود وأشكال الهبوط في الأسواق تحدثها التغيرات في العرض والطلب، أو التغير في التدفق النقدي المستقبلي الذي تم إسقاطه من حساب السندات، أو عدم المقدرة على سداد المديونيات borrowings. لكن القلق بشأن مزاعم التدفقات النقدية التي تم خصمها دفع شيللر إلى التحذير من رواج تجارة الإنترنت عام ٢٠٠٠. وكلا الأمرين مهم. لكن الأمرين كليهما مازالا يعتمدان على الرغبة في الاتفاق على الشروط في المستقبل، والأمران كلاهما يعتمدان على السيولة.

لنكن واضحين تمامًا؛ إن حالة السيولة العالية لا تحدث ارتفاعًا للسعر في السوق بسبب طلب مفرد ووحيد على السلعة أو على وسيلة الدفع ذاتها. فالسيولة العالية تدفع السوق إلى رفع السعر لأنها تمد وسيلة الدفع الأساسية

بالخواص شبه النقدية. وهكذا فإن الفقاعات قد تظهر في الأسواق بمجرد ازدياد عدد المشاركين الاحتماليين- الشاريين المتوقعين في المستقبل.

الفقاعات قد تظهر في الأسواق بمجرد
ازدياد عدد المشاركين الاحتماليين

هذه فكرة جذرية. وهي تعني أن الأزمات المالية يمكن أن تحدث حتى في عالم لا يمكن فيه التخلي عن سداد الدين. المطلوب هو التخلص من السيولة- على سبيل المثال، يتعين على المستثمر الكبير أن يقرر تحويل الاستثمارات إلى عملة أخرى من أجل الاستثمار في مكان آخر. وقد يدفع الاضطراب الناتج ببعض المستثمرين إلى العودة إلى النقود الحقيقية، الوسيلة الأساسية للسيولة، والمادة ذات القوة الهائلة التي تنتجها البنوك المركزية. والتقدم في السيولة يجعل السوق شديدة النشاط، حيث يمكن للسيولة حينذاك أن تؤدي وظيفتها بطريقة معاكسة. كما أن التخلص من أحد كبار المستثمرين يدفع الآخرين إلى البحث عن الأمان في نقود البنوك المركزية القابضة ورفض التعامل مع المشاركين الآخرين في السوق. وتعود السوق إلى أوضاع الصفقات البدائية وتنهار الأسعار. ثم تختفي النقود تمامًا وينتهي الأمر بأزمة مالية.

وقد يؤدي هذا إلى عدم سداد الدين من جانب المقترضين العاجزين عن توظيف مواردهم المالية مرة أخرى. لكن هذه الأشكال من التخلي عن سداد الديون قد تكون نتيجة للأزمة (وليس بسببها). وحينما تبدأ الأزمة في الظهور، بسبب التغيرات الطفيفة نسبيًا التي طرأت على السوق، ينشأ الكثير

من النتائج شديدة السوء. وقد كان لسوق الرهن العقاري خطورة بالغة، لكن خطورة هذه السوق كانت طفيفة على الدوام قياسًا إلى حجم الاقتصاد الأمريكي، ولذلك فقد ظلت المشاكل معلومة داخل السوق لمدة شهور بلا دلالات تتعلق بالمنظومة ككل. وكانت القشة التي قصمت ظهر البعير هي إعلان أن بعض صناديق المضاربة قد خسرت أموالا في سوق الرهن العقاري. والواقع أن حجم هذه الصناديق كان كافيًا للوفاء بحاجة المشاريع الاستثمارية. لكن الإعلان أدى إلى انهيار كارثي في السيولة.

وبطبيعة الحال، فإن فقدان الثقة في الرهن العقاري كان هو نفسه نتاجًا لتزايد أوضاع عدم سداد الديون بصورة مفاجئة؛ أيّ إن جذور فقدان الثقة في الرهن العقاري كانت أساسية. لكن تزايد عدم سداد الديون كان قد أصبح أمرًا معلومًا منذ أواخر عام ٢٠٠٦ على الأقل، ولم تحدث أزمة مع ذلك. الديون المتعثرة **bad debts**(*) كانت هي السبب الحقيقي الكامن وراء الأزمة. والواقع أن تجاهل المشاكل التي ساعدت على استمرار تراكم الدين المحفوف بالخطر **dangerous debt** يؤدي إلى الخلط بين دور النقود كدين أو مديونية ودورها كصفقة تجارية.

في بعض الأحوال، شجعت البنوك المركزية على حدوث هذا الخلط بقبول أوراق مالية مضمونة برهن. فقد باعت بعض البنوك سندات الحكومة اليابانية واشترت أوراقًا مالية مضمونة برهن لأنها ظنت أن صكوك الرهن

(*) 'الدين المتعثر' هو الدين المشكوك في تحصيله، أيّ الـ **doubtful debt**، ويسمى أحيانًا 'الدين المعدوم' **dead loan**. (المترجم)

محفوفة بمخاطر أقل مما يتعرض له الـ"ين" اليابانى. واقترفت البنوك المركزية ذنبًا بتشجيعها على قبول أموال الصفقات التي تمت تسويتها في النهاية بديون هذه الأموال.

في أثناء طفرات الائتمان المصرفي، تقبل البنوك أيّ نوع من الأصول تقريبًا بدلا من النقود، وذلك ما دامت هذه البنوك تعلم أن هذا الأصل سيكون مقبولا من الآخرين. وتكون القيمة مقوَّمة على أساس وحدات نقود الدولة. ولكن بمجرد أن يزول ذلك السحر، يكون من المستحيل تقريبًا أن نعيد إلى الذاكرة القيمة السابقة. فالأزمة تزيد قيمة نقود الدولة على حساب الأصول المالية الخاصة، وتزيد بالتالي من عدم الثقة في الأصول الأخرى. فإذا لم يتم وقف الأزمة عن طريق تدخل مركزي صارم، فإنها يمكن أن تؤدي إلى تدهور أسّي **exponential decay**(*) في السيولة وإلى انحلال في المنظومة المالية.

لماذا لا نرى الأزمات المالية وهي تقترب منا؟

نحن لا نرى الأزمات المالية وهي تقترب منا؛ لأن مؤسسات مواجهة الكوارث توفر أيضًا فرص التقدم الاجتماعي. فالائتمان الزائد **extra credit**

(*) كلمة 'أسّي' منسوبة إلي 'أسّ' **exponent**. والمعنى الحرفي للعبارة هو 'التحلل/التدهور الأسّي'. و'الأسّي' **exponential** تعبير في الرياضيات يبين عدد مرات ضرب الأساس في نفسه؛ وعلى سبيل المثال، فإن س° = س×س... ×س (لخمس مرات) حيث س هو الأساس والعدد ٥ هو الأس. وعلى أيّة حال، فإن العبارة معناها 'التدهور البالغ الشدة'. (المترجم)

يزيد الثقة في المستقبل؛ فالنقود هي التي أعطت المجتمع- أصلا- الفرصة الكافية لتطوير التعليم والعلاج ووسائل الاستجمام والسفر وفن المعمار. فزيادة الائتمان، كما يبدو، يوفر الكثير من كل هذه الأشياء.

ويُعتبر انفتاح العالم من خلال وسائل الاتصال والتجارة مثالا جيدًا لهذا التقدم الاجتماعي الواسع النطاق لكثيرين داخل أوروبا والولايات المتحدة والخارج. وكان لانتشار وسائل الاتصال، وكذلك التوسع في تزويد المعلومات، فائدة لا جدال فيها تضاف إلى ما تولّد عن ذلك من أنشطة تجارية. وتُعتبر المعلومات سلعة بذاتها. ولا يمكن لأيّ شخص عاقل- حر التفكير- أن يسمح بتقليص تدفق المعلومات. وكلما كانت الصفقات ضخمة، وكانت السيولة التي تعقب المشاركة الأوسع كبيرة زادت فرص تزويد كل أفراد المجتمع وتمويلهم بقدر أوسع من الأنشطة بتكلفة أقل وجهد أصغر. ولذلك، فإن هناك مصلحة ثابتة في صيانة تدفق المعلومات وتعزيزه.

كما أن وسائل الاتصال المتطورة تساعد على اختصار عمليات التحرر السياسي، وزيادة الحريات الشخصية، ورفع المستويات الصحية والمعيشية.

ومن خلال الكثير من الصفقات، أضاف العقد الماضي [أو ما يزيد على العقد] الكثير من الرأسمال النقدي **money stock** لكل من الولايات المتحدة وأوروبا. وقد كان يُعتقد أن أساس ثقة الغرب في المستقبل يبرره أن عملات العالم المتقدم صناعيًا تشرف على إدارتها البنوك المركزية التي توهمنا أنها مُشْبَعة بالحذر.

ما لم نفهمه هو أننا انتصرنا في الحرب الباردة، وأن انفتاح الغرب على الأسواق البازغة كان قد أثرانا، فعليًا، من خلال المكافأة التي حصلنا عليها. وحينما أقلعنا عن التوهم، زالت تلك الجائزة بصورة نهائية. وقد ادعينا أن أساس الضربة الموجعة، إن شئت، هو طبع سندات التعهد promissory notes وإجراء الصفقات لمدة طويلة حتى يبدو أن ائتماننا المصرفي آمن. لكن السقوط المدوّي جاء حينما أثير موضوع مدى صلاحية آلة الطباعة. فتُركنا وشأننا مع السندات والتعهدات، ولكن دون أن نكون قادرين على سداد الدين لأن النقود لم يعد لها وجود.

الفكرة القائلة بأن النقود قد ذهبت بلا رجعة هي فكرة مجافية للحقيقة

الأزمات المالية لا نراها وهي قادمة لأننا نتعلم أن السحرة والمشعوذين هم وحدهم القادرون على أن يجعلوا النقود تتلاشى وتختفي، ونعلم أن ذلك من قبيل المزاح ليس إلا. وكذلك فإن الفكرة القائلة بأن النقود قد ذهبت بلا رجعة هي فكرة مجافية للحقيقة. فالنقود كانت موجودة، وكتبنا التعهدات على أساسها. وقد كتب الشاعر الرومانتيكي كولريدج Coleridge يقول: 'تتم معاقبتنا أحيانًا على أخطائنا التي لم يكن لها دخل في حدوثها. وهذا ما كنت أشعر دائمًا بأنه أشد أنواع العقاب.'[٥] وخلال عمليات التحديث، والكثير من الصفقات، وإجراءات رفع القيود، شهدنا الأطوار التي أدت إلى اختفاء السيولة. وحين تختفي السيولة– وبالتالي النقود– يكون ثمة شعور بالظلم لدى كل الذين اعتمدوا على قدرتها على السداد، المقترضون والمقرضون جميعًا. فالمقرضون يشعرون أنه تم خداعهم، والمقترضون يشعرون أنه قد جرى الاحتيال عليهم.

الهوامش

(1) Manias. Panics and Crashes, Charles P. Kindleberger, Third edition, 1996 Wiley.

(2) J. S. Mill in Westminster Review 41 (1844): 590-1, quoted in Kindleberger, Manias, Panics and Crashes, p. 49.

(3) R. C. Mitchie, The London Stock Exchange, 1999, Oxford University Press.

(4) John Maynard Keynes, The General Theory of Employment. Interest and Mony. 1936, p. 136.

(5) S. T. Coleridge, Biographia Literaria. Chapter XXIV, 1817.

الفصل الثالث

ألا تعلمنا الأزمة الآسيوية شيئًا

النمور لحومها صالحة للأكل.

سيلا كوامتشاي

Sila Khoamchai, The Path of the Tiger
(tr. Marcel Barang, 1994)

في العشرة أعوام الماضية، كان للتدفقات الرأسمالية العالمية تأثير كبير على تمويلات العالم، وساعدت هذه التدفقات دون شك على حدوث فقاعة الائتمان المصرفي للفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧. وقد أضرت حركة النقود بالنظم السياسية لكل من المشروعات التجارية والاحتياطيات الآسيوية البازغة، كما أثرت على صادرات اليابان من رأس المال، وأدت في النهاية إلى الضغط بهدف الوصول إلى نقطة تلاقٍ لعملة أوروبية موحدة. وقد عززت التدفقات الرأسمالية الثلاثة عمليات الإقراض الهائل عبر الحدود مع عدم الاهتمام الكافي بالعواقب البعيدة المدى. وفي النهاية، لم يكن بمقدور العالم أن يتسع لكل تلك التدفقات، الأمر الذي أدى إلى تخصيص سيئ جدًّا للموارد في البلاد

المستهدفة. ولم تكن ثمة أزمة واحدة طوال الوقت بل أزمات؛ في اليابان، وآسيا، وأمريكا، وأوروبا.

لقد اتجهت قضايا الأزمة المالية الحالية إلى التركيز على أخطاء المصرفيين، وتمت مناقشة التدفقات الرأسمالية العالمية بصراحة في مناظرات عامة. إن هذه التدفقات كان لها تأثير كبير في حدوث الأزمة، وربما تأثير أكبر مما توصل إليه المصرفيون الغربيون. ولذلك فإن الاشمئزاز الشعبي من المكافأة السخية يجب ألا يصرف النظر عن الخلفية الچيوبوليتيكية الأوسع للأزمة. ويهدف هذا الفصل إلى توضيح ذلك الاختلال في التوازن.

الاشمئزاز الشعبي من المكافأة السخية يجب ألا

يصرف النظر عن الخلفية الچيوبوليتيكية الأوسع للأزمة

أزمة آسيا: بداية العصر المتعولم

من نواح متعددة، تعتبر الأزمة الآسيوية لعام٩٧-١٩٩٨ أهم سابقة للأزمة الحالية. كما أن خفض قيمة العملة والكساد الاقتصادي اللاحق لبلاد جنوب شرقي آسيا الذي حدث أثناء الأزمة كان له تأثيرات طويلة الأمد على السياسة الاقتصادية الصينية. وبوجه خاص، فإن الضرر الذي أصاب بلاداً مثل تايلند وإندونيسيا قد ألقى بظله على نظرة الصين إلى كل من الاستثمار الأجنبي والدولار. وبسبب السياسات التي تم اتخاذها في أعقاب الأزمة، بدأت

بعض البلدان الغربية تعاني من مصير مشابه لذلك المصير الذي أصاب تايلند والنمور الآسيوية الأخرى.

وفي كل مرة، كان الدرس المستفاد من أزمة آسيا يؤدي إلى الارتباط الوثيق بالعملة الأمريكية. إنها السياسة التي تطلبت رصيدًا متناميًا من الاحتياطيات الدولارية. الصين بصفة خاصة وسعت احتياطياتها وأعادت توظيفها في شكل استثمارات 'مضمونة'، وأصول مالية منخفضة الإنتاجية من نوع سندات الخزانة، وبصورة أكبر في سندات مسحوبة على المؤسسة القومية الاتحادية للرهن (Fannie Mae) والمجلس الوطني الاتحادي للقروض المضمونة برهن (Freddie Mac)- التي أقرضت على مر الأيام مبالغ ضخمة للولايات المتحدة. وكما نعرف الآن، فإن السياسة كانت أقل أمانًا في ذلك الحين أكثر مما كنا نظن. وفي العشرة أعوام التالية، أدى هذا السياق من الأداء إلى انحرافات في الاستثمار في أمريكا ساهمت في تضخم الائتمان المصرفي: وقد وجد هذا منفذًا في قروض الرهن العقاري والاستثمارات المنظمة وثيقة الصلة، وهو ما أدى إلى أزمة الائتمان المصرفي. وقد كانت السياسات الآسيوية المتبعة في سوق العملة الأجنبية، تلك السياسات التي أعقبتها الإجراءات البروتوكولية للنفط في الشرق الأوسط وروسيا، مسئولة مسئولية كبيرة في سوء تخصيص الاعتمادات المالية في الولايات المتحدة.

كما أن تصدير رأس المال لم يكن مقصورًا على النظم الاقتصادية البازغة. فقد اتبعت اليابان سياسات مشابهة استجابةً لدواعي 'فقاعتها

الاقتصادية' المنفجرة، على أن تقوم السلطات الأوروبية المحلية بمد صناديق المضاربة بتمويلات منخفضة التكلفة لكل أنواع الأوعية الاستثمارية. وفي هذا السياق، ساهم طوفان الصادرات الرأسمالية اليابانية في انفجار الائتمان المصرفي في النظم الاقتصادية الغربية.

النمر الجريح: تايلند وأزمة عامي ٩٧-١٩٩٨

في يوليه١٩٩٧، خفضت تايلند قيمة عملتها (الـ 'باهت' **baht**). فبدأ الخفض في قيمة العملة يفجر الصدمة الاقتصادية الأكثر تدميرًا في جنوب شرقي آسيا منذ الحرب العالمية الثانية. وقد حذت دولة وراء دولة حذو النموذج التايلندي وقامت بتعويم عملتها دون التقيد بأسعار صرف مقومة بالدولار الأمريكي. وفي حالة كهذه، كان لفظ 'التعويم' غير معبر بالمرة: فقد غاصت كل العملات. لكن تدفقات الاستثمار الأجنبي كانت قد بدأت تنهمر على المنطقة قبل خفض تايلند لقيمة عملتها سعيًا وراء أسعار فائدة أعلى وفرص استثمارية جديدة. وشجع استقرار العملة بسبب أسعار الصرف المرتبطة بالدولار على زيادة التدفقات. وأدى خفض قيمة العملة إلى اهتزاز ثقة المستثمر الغربي في المنطقة؛ وحين غادر المستثمرون هاجرت السيولة أيضًا؛ واختفت النقود تمامًا كما حدث في عامي ٠٧-٢٠٠٨. وهكذا وقع الاقتصاد التايلندي، أحد النظم الاقتصادية الرائدة للنمور الآسيوية، في كساد اقتصادي مفاجئ ومدمر.

كانت تايلند قد ربطت عملتها بالــدولار لــيس فقــط لأن وارداتهــا وصادراتها كانت مقوّمة بالدولارات بل أيضًا لأن الارتباط بالدولار هو الذي شجع المستثمرين الأجانب. كما أنها كانت شديدة التــوق لتطــوير بــانكوك كمركز مالي للمنطقة. وبموجب الإصلاحات التي جرت في أواخر ثمانينيات القرن العشرين تم تخفيف القيود الرأسمالية لتشجيع هذه الأهداف.

والآن، أصبح الهدف السياسي هو جذب الرأسمال الأجنبــي وزيــادة أهمية بانكوك كمركز مالي. ففي عام ١٩٩٣، وافقت الحكومة التايلندية على أن يكون بنك بانكوك الدولي للخدمات المصرفية (BIBF) 'بوابــة' لخــروج رؤس الأموال ودخولها من البلاد وإليها، كما أنها، بوجه خاص، قامت منــذ البداية بتشجيع أبناء تايلند على الاقتراض القصير الأجــل مــن الخــارج. وسرعان ما تم فتح البوابة على اتساعها برفع قيود أخرى.

غير أن السماح بدخول الرأسمال الأجنبي بلا قيود إلى اقتصاد بــازغ كان يُعتبر على الدوام سياسة مثيرة للجدل. فالبلاد البازغة لديها رغبة عارمة للمضي في تطورها انطلاقًا من الرأسمال الوافد، لكن النقاد يــشيرون إلــى ضرورة وجود أدوات للضبط. فهناك دائمًــا قلــق يتعلــق بــأن التــدفقات المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية المحلية يمكن أن تنقلب إلى العكس على نحو مفاجئ.

وإيمانًا منها بأن الطلب على الــ 'باهت' التايلندي قد يعجــل بزيــادة معدل سعر صرف هذه العملة، قامت السلطات التايلندية بالتخطيط لنظام سعر

صرف ثابت يكون أكثر مرونة مع الزمن. وبدا هذا افتراضًا معقولا. وحققت تايلند تقدمًا مطردًا ولاقت استحسانًا من الوكالات الدولية على سياستها بعيدة النظر. قال البنك الدولي عام ١٩٩٤: "تايلند تقدم نموذجًا ممتـــازًا لتحـــصيل أرباح الأسهم من خلال توجيهها إلى الخارج، ولتقبل الاســـتثمار الأجنبـــي، ولمبدأ محبة السوق...". وتعيد التعليقات صدى نفس العبارات التـــي تحبـــذ السيولة المالية التي توفرها البنوك المركزية في أمريكا واليابـــان. وكانـــت التعاملات التجارية هي مقياس النجاح.

وتم إدخال سياسات مماثلة إلى المنطقة كلها. فقد قامت إندونيسيا بإزالة القيود المفروضة على التمويل التجاري قصير الأجل، وعلى تمويل مشاريع القطاع الخاص، وكذلك على زيادة قروض رأس المال. وكان قد سبق لكوريا أن رفعت القيود المفروضة على البنوك في مجال التمويل قصير الأجل، مع الإبقاء على ضوابط الرقابة على رأس المال بيد الشركات[1].

إن فكرة تخفيف الضوابط تتجلى بوضوح في القول الشائع بأن السيولة تولِّد السيولة. فحين تتصاعد السيولة يتم توسيع العرض النقدي بحيث تفـــي السيولة النقدية بحاجة الالتزامات الزائدة الجديدة. وقد اشتد الإقراض الأجنبي تحديدا فجأة بعد دخول بنك بانكوك الدولي للخدمات المصرفية، الأمر الـــذي أدى إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١٢ بالمئة عما كان عليه عام ١٩٩٥. وزادت القروض المصرفية الأجنبية التي تمت من خلال بنك بانكوك الدولي للخدمات المصرفية من ٨ مليارات دولار أمريكي عام ١٩٩٣ إلـــى ٥٠ مليار دولار عام ١٩٩٦. وعلى حين أن الأرصدة الرأســـمالية كانـــت

مخصصة للاستثمارات الطويلة الأجل، ساد الاستثمار في السندات والأسهم المجال الاستثماري بعد ١٩٩٣- وهو النوع الأكثر خطورة من الاستثمار لكل من المستثمر والبلد المضيف. ففي أمريكا العشرينيات، ازداد الإقراض أيضًا بشدة في الأوراق المالية- لكن الإقراض كان مرتكزًا حينذاك على أسواق الأسهم وليس السندات. وحدثت تغيرات مماثلة في الأقطار الآسيوية الأخرى التي يجري تحويلها إلى الليبرالية. ففي تايلند، ازدادت مديونية القطاع الخاص مقابل الناتج المحلي الإجمالي أيضًا من ٦٤ بالمئة عام ١٩٨٧ إلى ١٤٢ بالمئة عام ١٩٩٦. وزاد الاستثمار في العقارات زيادة مفاجئة.

الاستثمار في ملاعب الجولف يمثل

النموذج الخالص لسوء التخصيص

الاستثمار في أعمال تطوير ملاعب الجولف كان مرغوبًا فيه بوجه خاص. وإذا كان الاستثمار في العقارات السكنية يمثل تشتيتًا لموارد الرأسمال الإنتاجي المستقبلي، فإن الاستثمار في ملاعب الجولف يمثل النموذج الخالص لسوء التخصيص. ويمكن القول إن أعمال تطوير ملاعب الجولف المقومة على أساس مكانة الشيء السلعة وحدها تمثل سلعة قبلن في الملكية العقارية- وهذه الأعمال تشير إلى تجانب النقد **proximity of cash** عن طريق عرض الفاقد من النقد كما رأينا في الفصل الأول- ولا عجب في أنه غالبًا ما كانت أعمال تطوير ملاعب الجولف لا تؤخذ في الاعتبار إلا في

المراحل الأخيرة من ترويج الملكية العقارية في كل من فلوريدا وكاليفورنيا وإسبانيا وأيرلند والبرتغال. وربما كانت الإشارة الأكثر قدرة على الإقناع بأن الرواج كان غير مستدام في عام ٢٠٠٨ هي الأنباء المتعلقة بأن ملك ملوك الأموال العقارية في أمريكا دونالد ترامب **Donald Trump** يريد أن يفتتح منتجعًا باذخًا للجولف في إسكتلندا، البلدة التي اخترعت اللعبة والتي ربما كانت تمتلك عددًا من ملاعب الجولف يفوق ما لدى أيّ بلد آخر بمعدل ملعب جولف لكل ميل مربع.

وغالبًا ما أدى تصاعد المنافسة داخل العمل المصرفي إلى التشجيع على الإقراض المحفوف بالمخاطر. فقد أتاح بنك بانكوك الدولي للخدمات المصرفية للبنوك الأجنبية فرص افتتاح مكاتب في تايلند، وقد اغتنم كثير من البنوك هذه الفرص. واستغلت نفس البنوك الأجنبية قدراتها العالية في الوصول إلى الرأسمال العالمي لتولي إدارة الشركات المحلية الأكثر نشاطًا، وتطوير الخدمات التي توفرها هذه الشركات، واستمالة العملاء المحليين. وقد تم اختزال دور البنوك التايلندية لمستوى المنافسة على العملاء الأقل قدرة على السداد.

ومع تصاعد الإقراض الأجنبي، اتسع العجز في موازنة الحساب الجاري للدولة. ففي عام ١٩٩٣، قال الاقتصادي الأسترالي چون پتشفورد **John Pitchford** أن العجز في موازنة الحساب الجاري للقطاع الخاص- كما حدث في تايلند- تم في الغالب بموجب اتفاق بين 'الأطراف الراشدين' **adults consenting**، وأوضح أنه من حق المستثمرين أن يختاروا

على أساس العائدات العالية. ومن ثم ينبغي ألا يمثل ذلك تهديدًا[٢]. ذلك هو كل ما في الأمر ما لم تفشل الأطراف الراشدة في التوصل إلى اتفاق بشأن تسديد الديون. وهكذا ارتفع صافي اقتراضات شبكة تايلند من الأجانب إلى ٨ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩٦. ولوضع هذه الفكرة في سياقها، يمكن القول بأن ما يزيد على ٤ بالمئة يعتبر أمرًا خطيرًا؛ لأنه يعرّض المقترضين المحليين لأهواء المقرضين الأجانب. وقد كانت تايلند تقترض من الأجانب بنحو ضعف نسبة الفائدة التي كانت تعتبر معقولة. وكان هناك اهتمام فاتر من جانب المستثمرين؛ لأن كل اعتمادات الدين تقريبًا كان يستحوذ عليها القطاع الخاص، الأمر الذي كان يعني نظريًا أن المقرضين فقط هم الذين كانوا يمولون النشاط التجاري. وقد كانت كل صكوك الدين تقريبًا مقومة بالدولارات، وكانت كلها تقريبًا قصيرة الأجل. ودخلت تدفقات أجنبية مماثلة في ضخامتها إلى كل من إندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين. وكان أكبر قدر من القروض موجها إلى الملكية العقارية. ففي الفلبين وتايلند تم تخصيص ١٥-٢٠ بالمئة من مجموع أرصدة البنوك في العقارات أو الأنشطة التجارية المرتبطة بها. وفي كل من ماليزيا وإندونيسيا، كانت النسبة تقترب من ٢٠-٢٥ بالمئة[٣]. وكانت هناك تكرارات بأحجام مماثلة من القروض الأجنبية للولايات المتحدة بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٧- وهذه الحلقة تحديدا هي إحدى الحلقات التي أفضت من الأزمة الآسيوية إلى الأزمة العالمية الحالية. وقد تم تخصيص تدفقات أجنبية مماثلة في العقارات- وربما كان أقل استثمار إنتاجي طويل الأجل لصالح أيّ بلد من البلاد صورة لما تم

توجيهه إلى كل من إسبانيا ورومانيا وبلغاريا والمجر ولاتفيا وإستونيا وليتوانيا- تلك البلاد التي كابدت بشدة من الأزمة المالية في ٠٧-٢٠٠٨.

الدرس يبدو واضحًا بجلاء: لا تقترض من الأجانب. لكن الدرس - مع ذلك- غير صحيح. ذلك لأن تحقيق مديونية هو مجرد توسيع للميزانية العامة بجانبيها. فإذا أصر المقرضون على الإقراض، فإن البلدة لن تكون قادرة على وقفه تمامًا. وقد اضطرت البنوك الألمانية من الدرجة الثانية على إقراض الراغبين من القائمين بإنشاء العقارات الإسبانية؛ لأنها هي نفسها لم تستطع أن تنافس في سوق وطنها. وتلقى القائمون بإنشاء العقارات التايلندية قروضًا من البنوك اليابانية؛ لأن السوق الوطنية لهذه البنوك كانت هي الأخرى تعاني من الانفجار.

وكما اكتشفت أمريكا بعد ذلك بعشرة أعوام، هناك حد أقصى لكمية الأموال التي يمكن الدفع بها إلى الحيز الاستثماري الضيق. ففي ١٨ فبراير ١٩٩٧ كتبت جريدة *وول إستريت جورنال* **Wall Street Journal** فقالت: 'يا أيها المستثمرون في تايلند، أحكموا ربط الأحزمة. هناك كمية متزايدة من أموال المضاربين تحاول الآن أن تكسر الارتباط الرخو لعملة الباهت بالدولار الأمريكي كما تقول سلطات مالية إقليمية كثيرة. ويعتقد المحللون أن بنك تايلند المركزي سوف يشن حملة ضارية ضد المضاربين، ويقول كثيرون إنهم يراهنون على أن البنك المركزي سيكون هو الظافر في هذه الحملة.'[٤] وبنهاية يونيه، كان قد أصبح واضحًا أن المنظومة المالية المحلية

تنهار- كانت النقود تختفي كما اختفت من المنظومة المالية لكل من أوروبا وأمريكا في أغسطس ٢٠٠٧.

وفي ٢٩ يونيه، أعلن بنك تايلند وقف ست عشرة شركة وعرض ضمانًا لأموال المودعين والدائنين في بقية المنظومة المالية.(٥) لكن ذلك لم يوقف الأزمة. وفي ٣٠ يونية، أكد رئيس الوزراء تشاڤاليت يونجتشايوده **Chavalit Yongchaiyudh** للتايلنديين أنه لن يحدث أيّ خفض لسعر صرف العملة. وبعد ثلاثة أيام، في ٢ يوليه تم فصل الباهت عن الدولار وتعويمه هبوطًا وصعودًا.

قبل التعويم، كان الدولار الواحد يساوي ٢٦ وحدة باهت. وفي اليوم التالي أصبح الدولار الواحد يساوي ٢٩ باهتًا. وبنهاية يناير ١٩٩٨، كان الدولار الواحد يساوي ٥٥ باهتًا، أيّ إن العملة التايلندية انخفضت قيمتها إلى النصف تقريبًا في غضون ستة أشهر.

وعقب انخفاض سعر صرف العملة التايلندية، مُورِس ضغط على الروبيه الإندونيسي والبيزو الفلبيني والرنجت الماليزي. وفي ١١ يوليه، اضطرت السلطات الإندونيسية والفلبينية لأن تدخل 'مرونة' على عملتي البلدين- التعويم من الناحية الفعلية. وحاول البنك المركزي الماليزي، بنك نجارا **Bank Negara**، التدخل لوقف تدفق الأموال إلى الخارج، لكن السلطات الماليزية قررت في ١٤ يوليه تعويم العملة. وفي ٢٤ يوليه حدث 'انهيار للعملة' مع هجمات المضاربين على الرنجت والبيزو والروبيه. وفي

منتصف أغسطس، كانت إندونيسيا قد تخلت عن محاولاتها لحماية الروبيه؛ بعد أن انخفضت العملة بنسبة ٢٠ بالمئة مقابل الدولار.

وفي الربع الثالث من عام ١٩٩٧، كان التدفق إلى خارج البلاد ٢٢٢ مليار باهت، وفي الربع الرابع منه كان ١٠٢ مليار باهت. وشهد الربع الأول من عام ١٩٩٨ تدفقاً مقداره ٢٠٠ مليار باهت، وتدفقاً مقداره ٨٧ مليار باهت في الربع الثاني منه، وكان مقدار التدفق ١٢٨ مليار باهت في الربع الثالث، وفي الربع الرابع من عام ١٩٩٨ بلغ مقدار التدفق إلى الخارج ٢٣٦ مليار باهت. وإجمالا، كان التدفق بنسبة باهت واحد مقابل خمسة في الاقتصاد التايلندي. وشهد القطاع المصرفي أكبر تدفقات إلى الخارج مخافة التعرض للقروض المحفوفة بالمخاطر، تلك القروض التي أصبحت، بطبيعة الحال، متزايدة الخطورة نتيجة للأزمة المالية.

هروب رأس المال بهذا الحجم يؤدي إلى نزح
كل السيولة من المنظومة المصرفية المحلية

هروب رأس المال بهذا الحجم يؤدي إلى نزح كل السيولة من المنظومة المصرفية المحلية. كما أن هذه النقود لا تخرج في صورة باهت بل في شكل دولارات. وتعمل وحدات الباهت على الارتفاع البالغ في قيمة العملة الآخذة في الاختفاء- وفق التعبير الدولي- لأن قيمة الباهت كانت تتناقص. وفي الواقع، كانت النقود آخذة في الاختفاء فعلا من المنظومة المالية بنفس الطريقة التي اختفت بها في أيّ أزمة مالية. ولذلك فإن الأصول

الورقية الدالة على الديون التي كانت متداولة كشكل من أشكال 'العملة المطبوعة' الواسعة الانتشار أصبحت غير مقبولة. وفي عام ٢٠٠٧، أصبح أسلوب الطلب على نقود 'البنك المركزي'- الأموال النقدية واحتياطيات البنك المركزي- بديلا عن العملة المطبوعة المنبوذة. وفي عملة تايلند، وكذلك في العملات الآسيوية الأخرى التي جرت مقاطعتها في عمليات خفض العملة، لم يكن هناك منحنى إرشادي مقبول للعملة المحلية. كانت عملات هذه البلاد مرتبطة بالدولار، الوسيلة التبادلية الوحيدة المقبولة، حيث أصبح الدولار ذاته بديلا في هذه البلاد عن نقود 'البنك المركزي'. ومتي حدثت أزمة حدث نفس الشيء للسيولة المألوفة والمضمونة التي تظهر.

صناديق المضاربات تزيد الأزمة اشتعالا

عمليات خفض أسعار الصرف والضرر الاقتصادي الناتج عنها سرعان ما دفعا بالبلدان الآسيوية إلى البحث عن شخص ما يمكن اعتباره مسئولا. وأُلقي اللوم على القائمة المألوفة من الموارد المالية الدولية والرأسمالين الدوليين (خصوصًا الأمريكيين و/أو اليهود). وفي أحد اجتماعات المنتدى الإقليمي 'آسيان' **ASEAN** التي عقدت في كوالالمبور في ٢٥ يوليه ١٩٩٧، أصدر وزراء الخارجية بيانًا رسميًا ينتقدون فيه الجهود 'الجيدة التنسيق' التي تعمل على عدم استقرار العملات بقدر ما تعمل من أجل 'الأغراض الذاتية فقط...' وألقى رئيس الوزراء الماليزي مهاتير نظرة على صناديق المضاربة المصنوعة يدويًا واختار چورچ سوروس **George Soros**

تحديدا باعتباره المسئول عن شن الهجمات على الرنجت. اعتقد مهاتير أن سوروس كان وراء الهجوم على الرنجت كعقاب للحكومة الماليزية على دعمها الحكومة العسكرية المسيطرة على ماينمار، تلك الحكومة التي دعيت إلى منتدى الآسيان في أواخر يوليه. كما ألمح دكتور مهاتير إلى أن الممولين اليهود ألصقوا باليهود سمعة سيئة: 'الانطباع بأنهم، لكونهم يهودًا، لديهم، بطبيعة الحال، كميات وفيرة من النقود، وأنهم يعرفون كيف يتلاعبون بالنقود...'

كانت التعليقات الخاصة باليهود سفاسف مسمومة. لكن الاتهامات بأن صناديق المضاربات قد كسبت أموالا طائلة من الأزمة كانت، من ناحية أخرى، صحيحة. فصناديق المضاربات أبلت بلاءً حسنًا في مَجرى الأحداث- على خلاف ما لقيته من إهمال بعد عشرة أعوام من ذلك أثناء الأزمة المالية الأمريكية، حينما أُلقي عليها -هي أيضًا- اللوم باعتبارها المسئولة. وفي العام الذي أعقب الخفض التايلندي لأسعار الصرف، أظهر مؤشر صندوق مضاربات بنك الائتمان السويسري/ تريمونت أرباحًا مقدارها ٢٣,٦٢ بالمئة؛ وبوسعنا أن نفترض أن معظم المكاسب جاءت من آسيا. واستطاعت صناديق المضاربات العالمية النطاق، تلك الصناديق التي كانت أكثر انشغالا بعمليات البيع بالمضاربة للعملات الآسيوية، أن تربح ٤٠,٥٣ بالمئة. وبصورة واضحة، كانت عائدات الصناديق على المستوى الوطني باهتة حتى يولية ١٩٩٧، وأعقبت ذلك زيادة في أثناء خفض أسعار الصرف ذاتها. وتذكر رسالة أحد المستثمرين من صندوق چوليان روبرتسونز

جاجوار المالية أن صافي عائدات شهر يوليه ١٩٩٧ بلغ ١١,٧ بالمئة مقارنة بعائدات تراكمية نسبتها ٠,٧ بالمئة فقط عن الستة أشهر الأولى من السنة. واعتبر صندوق چورچ سوروس المالي أن العائدات زادت من ١٤ بالمئة في يونيه إلى ٢٧ بالمئة في نهاية يوليه وأن حصته المالية يتم توظيفها في الأسهم وإستراتيچيات الاقتصاد الكلي التي ربحت ٢٠ بالمئة في يوليه وحده.

وبطبيعة الحال، فإن الصناديق كانت تقوم فقط بإضافة الفوائد إلى الرصيد المالي الذي كانوا يرون أن مآله الزوال. لقد كانت هذه الصناديق تتصرف كما لو أنهم ورثة. لكن الدافع الحقيقي للأزمة كان هو الاقتراض الهائل وغير المستدام من الأجانب، وفقاعة الملكية العقارية المنفجرة- وهو نفس الدافع للأزمة المالية الحالية بعد عقد من الزمن. إن إدراك أن مليارات الدولارات الاستثمارية يمكن ألا يتم تسديدها هو ما جعل النقود المرتكزة على مستقبل وهمي تختفي.

وقد استفادت بعض صناديق المضاربة- الأقلية منها- بشدة في الفترة ٠٧-٢٠٠٨ عند هبوط أسعار سندات الرهن. كما أنها وجدت أن نجاحها باطل نظرًا لكونها سبب الأزمة. وتعين على أكبر الناجحين أن يقف أمام لجنة الكونجرس الأمريكي ليشرح لماذا جعلوا المذاق المُر مستساغًا في استثماراتهم.

لم تكن هذه الصناديق مجرد صناديق مضاربة تنزح رءوس الأموال من هذه المنطقة. ففي عام ١٩٩٧، وجدت المنطقة أن البنوك الأجنبية قامت

بتحويل ١١,٤ مليار دولار أمريكي، أيّ حوالي ١١ في المئة من الناتج القومي الإجمالي بالنسبة للأقطار الخمسة المضرورة. إنها تلك الأقطار التي ظلت تتجاهل قروض هذه الصناديق ورفضت أن تسدد الديون. وفي الواقع، لم يكن للتدفقات اتجاه واحد. فبينما كانت البنوك تغادر، كان المستثمرون الغربيون يشترون القدر الأكبر من الأصول التي انخفض ثمنها في تايلند وبقية البلاد. وهكذا بدا أن المستثمرين الغربيين قد استفادوا مرتين؛ مرة بالمكاسب التي جنوها عن طريق بيع العملة (صناديق المضاربة وبعض البنوك) ومرة أخرى عن طريق الاستثمار المباشر في البلاد بعد خفض أسعار الصرف فيها.[٦] وترك الأجانب- الغربيون غالبًا، الأمريكيون غالبًا- انطباعًا سيئًا جدًا على الضحايا بضخ النقود داخل المنطقة في البداية، ثم نزح النقود على نحو مفاجئ إلى خارج المنطقة.

في الواقع، كان الوضع أكثر تعقيدًا. فالبنوك اليابانية التي كان لديها مشاكلها الداخلية كانت بين أكثر الجهات التي غامرت بنزح الأموال إلى الخارج. وقد كانت هذه البنوك من البنوك ذوات الثقل في جنوب شرقيّ آسيا؛ لأن الصناعيين اليابانيين (خصوصًا في مجالي الإلكترونيات والمنسوجات) كانوا قد نقلوا مصانعهم إلى 'النظم الاقتصادية للنمور'. وقد خصصت البنوك اليابانية قروضًا ليس فقط للفروع المحلية للشركات اليابانية المعروفة ولكنها خصصت أيضًا قروضًا للمستهلكين، وقروضًا على العقارات- إن درس اقتصاد الفقاعة اليابانية لم يكن قد تم تعلمه جيدًا.

ومع أن التدفقات التجارية بين البلدان الآسيوية واليابان كانت عنصرًا أساسيًا في الخلطة السامة للاقتصاد التايلندي، فإن المشاعر القومية كانت تشير بإصبع الاتهام إلى صناديق المضاربة وعلى الرأسمالية الأمريكية التي لا تقيدها قيود. وظلت وصمة عار صناديق المضاربة الضارية باقية وكذلك الانهيار الاقتصادي الذي بدا أنها أحدثته.

الأثر العميق على السياسة الصينية

أضرار الكم الهائل من رأس المال الأجنبي

تركت أثرها العميق على السياسة الصينية

إن أضرار الكم الهائل من رأس المال الأجنبي تركت أثرها العميق على السياسة الصينية. لقد أصبحت الصين مقتنعة بأنها أولا في حاجة إلى صندوق هائل من احتياطي العملة الأجنبية؛ لحماية نفسها من أيّ هجوم يمكن تصوره من جانب صناديق المضاربات، وثانيًا بأنها في حاجة إلى الرقابة الدقيقة لأسلوب دخول النقود الأجنبية إلي البلد وخروجها منه. وقد تطلب المضي في هذه السياسة تثبيت العملة في مواجهة الدولار، الأمر الذي اقتضى بالتالي وجود احتياطيات. وهكذا بدأ تراكم الدولارات الذي كان خلال مساحة استثماره الضيقة؛ أحد الأسباب الكبرى في حدوث الكارثة في النظم الاقتصادية الغربية بعد عقد من الزمن.

وفي فترة لاحقة، كتبت الأكاديمية بادما ديساي **Padma Desai** عن الأزمة الآسيوية بإيجاز، فقالت: 'العولمة المالية عملية معقدة يكون فيها حب المخاطرة **risk-prone**، وعودة المستثمرين الأكفاء من نظم اقتصاد السوق المتطورة متسلحين بالخبرة الإلكترونية العالمية، في صدام مع المؤسسات المالية الضعيفة، والممارسات التقليدية للشركات، والتدابير السياسية الراهنة لنظم اقتصاد السوق البازغة، ذلك الصدام الذي يجعل هذه النظم الأخيرة عرضة لعواقب وخيمة.'[٧] فإذا تم تعديل عبارة 'حب المخاطرة، وعودة المستثمرين الأكفاء من نظم اقتصاد السوق المتطورة' ليكون 'كره المخاطرة **risk-averse**، وعودة مسئولي احتياطيات سذاجة من النظم الاقتصادية المتطورة'، لكان من الممكن اعتبار هذه الصورة- التي تصف حساسية الوضع في تايلند- تنبؤاً خارقاً للطبيعة تستشرف المشاكل التي نشأت في الولايات المتحدة.

ما بعد أحداث الملكية العقارية: دمار وحماقة وخداع

مع أن أسعار الفائدة كانت عالية في الشرق الأقصى، فإن الاقتراض من أجل الاستثمار في العقارات كان قد تحول إلى هوس. فقد أُنشئت شقق سكنية ومراكز تجارية ومنازل ومجموعات مكاتب في امتدادات ضواحي بانكوك. ولا نبالغ 'إن قلنا إن نصف عدد الأسر التي كانت تصل إلى بانكوك أصبح يعمل في بناء العقارات، وأصبح النصف الآخر مستثمرين ومضاربين. وكان بناة العقارات يقومون في عطلات نهاية الأسبوع بإنشاء

أكشاك داخل محلات السوبر ماركت والأقسام الفرعية من المتاجر لعرض سلعهم للبيع. ونظمت جمعيات بناء العقارات معارض متجولة لطرح منازل للبيع. أما الشقق السكنية الصغيرة فقد أصبحت وحدات استثمارية في متناول الأسر المتوسطة والعالية الدخل، وقد أدى هذا إلى زيادة الطلب عليها.[٨]

فإذا كان هذا يبدو شيئًا مألوفًا الآن للقراء الغربيين، فإنه كان يعتبر شيئًا غريبًا في نظر الغربيين في منتصف تسعينيات القرن العشرين عندما كانت البورصة رائجة.

وليس غريبًا أن تعاني العقارات بشدة من جراء انسحاب القرض الأجنبي بعد خفض أسعار الصرف. فقد كانت شركة بانكوك العامة للعقارات، إحدى أكبر الشركات العقارية في تايلند في ذلك الوقت، فقد قطعت نصف الطريق نحو إقامة مشروع بناء مليار وحدة أطلق عليه مشروع مونغ ثونغ ثاني **Muang Thong Thani**، وهو عبارة عن مجموعة من العقارات السكنية والتجارية التي تم تصميمها كأفخم أبنية من نوعها في العالم.

كانت المرحلة الثالثة من المشروع قد بدأت، لكن خفض أسعار الصرف لعملة الباهت قتل كل محاولات إكمال المشروع. وسرعان ما أصبح واضحًا أن الكثير من الملكيات قد اشتراها المضاربون مقابل مقدمات مالية صغيرة. وكانوا في هذا الوقت عاجزين عن دفع بقية المستحقات.

وعلى مدى عشرة أعوام من ذلك، ظل المشروع على ما كان عليه تقريبًا منذ اليوم الذي بدأ فيه الباهت في الهبوط. ومع الزمن، أصبح تطوير المشروع أقل جدوى، حيث أصبح المشروع في بعض الأماكن شبيهًا بخرائب

إسمنتية مهجورة وغير مسكونة ترتفع ٢٥٠ قدمًا وقائمة على أعمدة خرسانية عارية.

ثم دخل مشروع مونغ ثونغ ثاني من جديد في طور إبداء عدم الرغبة في التسليم بالهزيمة والتسليم بالخسارة. وجعل المشروع ينتظر عودة المستثمرين أو المشترين. لقد كان هذا السلوك شبيهًا بالقول الشائع 'لا تسدد دينًا، لا تغلق بابًا، لا تتعجل'. ومازال الكثير من المشروعات المشابهة قائمة حول بانكوك وفي كل أرجاء تايلند، كما أن البعض يقترحون تصورًا لمشروع فاشل مثير للشجن كمشروع مونغ ثونغ ثاني.

ويمكن مشاهدة أمثلة لمطامح مماثلة باهظة الثمن ومحبطة في كل من ماليزيا وإندونيسيا والفلبين؛ أبنية غير مكتملة لها هياكل داخلية تفتقر إلى الحماية من المناخ المداري. هناك أقوال بأن هذه الهياكل الشبحية لن تدوم أكثر من عشرة أعوام أخرى قبل أن تتساقط: ولاشك أن انهيار المباني الحديثة البناء في كل من مدريد ودبلن قد يجعل تشوُّه المظهر الجمالي لهذه المدن مشهدًا حاضرًا في الذهن على مدى جيل.

دروس للصين

كانت النخبة السياسية الصينية مرعوبة من حالة الانهيار التي أحاطت بكل من تايلند وإندونيسيا وغيرهما من ضحايا أزمة جنوب آسيا. ومهما يكن من أمر، فقد تعين على الصين أن تتيح مرونة سياسية قد يُسيء المضاربون الأجانب استخدامها. وفي المقابل، شددت بكين قبضتها على الضوابط

الرأسمالية. فتم فرض رقابة شاملة على السياسة التجارية من جانب الحكومة فقط. وإلى جانب الرقابة على رأس المال، استطاعت الحكومة الصينية أيضًا فرض رقابة على سعر صرف الـ "ياون/دولار". وكان الجزء المتمم لسياسة العملة الصينية هو تحديد الحكومة الصينية لقيمة عملتها على أساس الدولار. وكلما واصلت الصادرات في النمو في العام التالي، كان من الضروري إعادة تشغيل النقود الدولارية التي أمكن الحصول عليها، وذلك لتفادي التضخم في الصين.

كان الاستثمار في الأصول الأمريكية هو التوظيف الأوضح والأكثر أمانًا للنقود الدولارية الزائدة. وكانت الولايات المتحدة هي القوة العالمية المهيمنة، حيث كان اقتصادها هو الأضخم بما لا يقاس على مستوى العالم، كما كانت أسواق سنداتها هي الأسواق الأكثر سيولة وانفتاحًا؛ فهل كانت هذه السياسة خالية تمامًا من المشاكل؟ للأسف، كان لابد أن تحدث مشاكل خطيرة طويلة الأمد.

خطيرة جدًا، في الواقع، لدرجة أن أيّ واحد من أنصار نظرية المؤامرة يمكن أن يستنتج أن الأضرار التي وجهتها هذه السياسة على الاقتصاد الأمريكي كانت في نهاية المطاف جزءًا من خطة صينية طويلة الأمد لتقويض دعائم السيطرة الأمريكية. إذا كان الأمر كذلك، فإن هذه الخطة كانت ناجحة بصورة مذهلة. فمن جانب، عملت الصادرات الصينية على تقويض دعائم الصناعة الأمريكية. وكان من شأن إعادة تشغيل الاحتياطيات أن تساعد على هدم أركان التفوق السياسي الأمريكي في العالم عن طريق التدمير الكامل تقريبًا لمنظومتها المالية.

يبدو أن المؤامرة غير قابلة للتصديق، خصوصًا عند من لديه خبرة بسياسة الاستثمار الصينية. فنتائج 'الإزاحة' التي أحدثتها إستراتيجية الاحتياطيات الصينية داخل الأسواق الأمريكية كانت ناجمة عن فظاظة هذه السياسة لا عن براعتها. لم يكن هناك ما يمكن وصفه بأنه تآمريّ في إعادة تشغيل المزيد من النقود الدولارية داخل أسواق الوكالات الحكومية والأسواق المالية. لقد كان الأمر شبيهًا بمجرد ترك نقود في بنك كمجرد إيداع وعدم التفكير فيها.

كان الأمر شبيهًا بمجرد ترك نقود في

بنك، كمجرد إيداع، وعدم التفكير فيها

إن الدرس الذي تعلمته السلطات الصينية من الأزمة الآسيوية هو ضرورة أن تكون على حذر شديد من الهيئات الدولية بما في ذلك صندوق النقد الدولي.[٩] ففي يونيه ٢٠٠٧، قال بنك الشعب، البنك المركزي الصيني، أن صندوق النقد الدولي 'يتعين عليه أن يؤدي واجباته القائمة على أساس من التفاهم والاحترام المتبادلين'، خصوصًا فيما يتعلق بأهداف البلدان النامية. وكان تصريحًا ينم عن التحدي والقلق في آن واحد.

وتم تطوير الدروس في مكان آخر من نفس المنطقة أيضًا. فقد جاء ما أصبح معروفًا الآن باسم 'ملاحقة السحرة' **witch-hunt** في أعقاب معظم أزمات قروض الائتمان، وذلك لمعرفة من المتسبب فيها. وقد ألقت البلدان الآسيوية باللائمة على الغرب، وبوجه خاص على الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي وصناديق المضاربة.

ولضمان أنه لا يمكن أن تكون هناك مرة أخرى هجمات لها طابع المضاربة ضد عملاتها، بدأت بلدان المنطقة، باستثناء تايلند، في تجميع احتياطيات دولارية ضخمة. وبحلول السنوات الأولى من عام ١٩٩٩، كانت الفلبين قد أعادت بناء احتياطياتها بحيث تكون هذه الاحتياطيات أعلى من المستوى الذي كانت عنده قبل خفض سعر صرف الباهت التايلندي. وتجاوزت الاحتياطيات الماليزية مستويات ما قبل الأزمة مع بداية عام ١٩٩٩ وواصلت النمو. وقد استنفدت إندونيسيا احتياطياتها أكثر من البلاد الأخرى، وتطلبت إعادة بنائها وقتًا أطول حتى وصلت إلى مستويات ما قبل الأزمة عام ٢٠٠٠ فقط. وأعادت كوريا بناء احتياطياتها فوصلت إلى مستويات ما قبل الأزمة مع نهاية الربع الأول من عام ١٩٩٨، وواصلت الاحتياطيات النمو بخطوات سريعة جدًا في السنوات اللاحقة؛ من ٣٠ مليار دولار أمريكي في منتصف عام ١٩٩٨ إلى ٩٠ مليار دولار في منتصف عام ٢٠٠٠. وكان أكبر احتياطي تم جمعه هو الاحتياطي الصيني.

صندوق النقد الدولي يتجاوب

خلال عقدي ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين، كان صندوق النقد الدولي مهتمًا اهتمامًا كبيرًا بتقديم المشورة للنظم الاقتصادية في آسيا حول السياسات الاقتصادية. وقد تطورت هذه السياسات الاقتصادية من خلال الانشغال باختلال التوازنات في الحسابات الجارية، لكنها كانت ترى أن التسويات يمكن أن تكون تدريجية. ومن جانب آخر، كان الصندوق داعمًا

قويًا لسياسات رفع القيود التي تتخذها مختلف البلدان. لقد آمن صندوق النقد الدولي بأنه كلما كانت النظم الاقتصادية منفتحة زادت احتمالات عصرنة هذه النظم من أجل الوفاء بحاجات السكان. وكان ذلك اتجاهًا بديلا للمذهب الذي اتبعه ألان جرينسپان Alan Greenspan، رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، في دعم التحديث المالي.

وفي وقت كانت النقود تهاجر فيه فعلا إلى خارج البلاد، ظهر تقرير سنوي لصندوق النقد الدولي، صدر بتاريخ ٣٠ أبريل ١٩٩٧، أيّ قبل شهرين فقط من الخفض المدمر لأسعار الصرف، يمتدح بشدة 'الأداء الاقتصادي التايلندي اللافت للنظر والرصد الدقيق من جانب السلطات للسياسات المتميزة الخاصة بالاقتصاد الكلي.' وقد تلقت كل من إندونيسيا وماليزيا مدائح مماثلة.

ونحن إذ نتأمل الأحداث بعد وقوعها، نرى أن التصريحات العلنية لكل من صندوق النقد الدولي والسلطات المحلية لم تعكس الصورة بكاملها. ففي يونيه ١٩٩٧، حاول صندوق النقد الدولي أن يصدر تقريرًا نقديًا عن السياسات الاقتصادية التايلندية، لكن الحكومة التايلندية رفضت إصدار التقرير. وتوترت العلاقات بين صندوق النقد الدولي والبلدان الآسيوية قبل خفض أسعار الصرف. وكان من الطبيعي أن يكون وضع هذه البلاد أسوأ بعد خفض أسعار الصرف.

الاستجابة الأولى: الدعم بما يناسب السعر

كما هو المعتاد عند حدوث الأزمات، اضطر صندوق النقد الدولي إلى اتباع سياسة معينة. فقد قام على الفور بتزويد البلدان المضرورة بموارد مالية، كما اتفق على اعتمادات مالية من مانحين آخرين مثل المنظمات اليابانية العامة والخاصة وهيئات مثل البنك الدولي وبنك التنمية الآسيوي.

واعترف الصندوق نفسه بأن الإصلاحات التي صاحبت المساعدات يمكن أن تبرز ملامح 'الإصلاحات الهيكلية التي كان لديها القليل من السوابق من حيث العمق والاتساع'. وتم رسم الخطوط العريضة للتخلص من 'البنوك المتعثرة' **bad banks**. و'القروض المشكوك في تحصيلها' **bad loans** مع إحكام السياسات المالية والنقدية للبلدان المتضررة- وهي بالضبط نقيض السياسات التي تم اتباعها في الغرب فيما بعد.

لكن الشروط النقدية المُحْكمة التي طلبها صندوق النقد الدولي أفضت بالأنشطة التجارية المحلية إلى الإفلاس. كما أن الشركات المحلية الرابحة **good local companies** وكذلك الخاسرة **bad** كانت عاجزة تمامًا عن سداد تكلفة خدمة القروض.

كانت السياسة المالية قاسية أيضًا. وكان المعتقد أن إجراء عمليات خفض أسعار الصرف يرجع جزئيًا إلى أوضاع العجز في موازنة الحساب الجاري غير المستدام، كما أن صندوق النقد الدولي رأى أنه يجب على الحكومات أن تقوم بدور ريادي في مجال المدخرات- وذلك عن طريق

خفض إنفاقاتها، حتى إذا كانت منظوماتها الاقتصادية تتجه إلى حالة ركود. لقد بدا الأمر كما لو أن جرّاحًا يؤكد بإصرار على أن المريض لم يتم تخديره. إنها سياسة كان الغرض منها ليس معاقبة أيّ بلدة متطورة تعاني من بعض المشاكل. فقياس مدى تغير الآراء حول 'الطريقة الصحيحة' لمعالجة الأزمة يتم بمقارنة قواعد صندوق النقد الدولي بالحافز المالي الضخم الذي حررت الحكومة الأمريكية قيوده عام ٢٠٠٨.

جاءت البرامج بوخزة أخرى. فقد سبق لصندوق النقد الدولي أن سلم بصحة أن 'إحدى السياسات الهيكلية المثيرة للجدل' في برنامج الدعم هي تحرير حساب رأس المال- الأمر الذي يبيح فعليًا التملك الأجنبي للأصول. كان هذا أمرًا معقدًا جدًا في كوريا بوجه خاص. وهكذا أُعطيت للأجانب فرصة شراء الأصول الكورية بثمن بخس كجزء من الصفقة مع صندوق النقد الدولي، وذلك بعد إجراء الخفض أولا. وقد شعرت العزة الوطنية الجريحة، التي أحست من قبل بالإهانة بسبب خفض سعر الصرف، أنها صفقة ظالمة.

غالبًا ما يكون التطهير المالي

مصحوبًا بالتطهير السياسي

إن التطهير المالي غالبًا ما يكون مصحوبًا بالتطهير السياسي. وقد تمزقت السياسة الإندونيسية جزئيًا نتيجة لحزمة المساعدات التي قدمها صندوق النقد الدولي. وكان أحد شروط القروض أن يتم إجبار حكومة

سوهارتو بإلغاء الدعم على السلع الأساسية. ونتيجة لذلك، ارتفعت أسعار الكيروسين والكهرباء والجازولين في ٥ مايو ١٩٩٨ بنحو ٧٠ بالمئة مما أثار أحداث شغب. وبعد خمسة عشر يومًا من إسقاط الدعم تم إسقاط سوهارتو ذاته بعد أن قاد بلاده لمدة ٣٢ عامًا.

والمركز الرئيسي لصندوق النقد الدولي في واشنطن يقع بشارع متفرع من طريق بنسيلفانيا التجاري مباشرةً على بعد نحو أربع دقائق سيرًا على الأقدام من البيت الأبيض. وبسبب تجاوب صندوق النقد الدولي مع الأزمة الأسيوية، رأت آسيا أن الصندوق يتصرف كأداة في يد الحكومة الأمريكية لخفض قيمة الأصول، وكذلك لوضع الحكومات المحلية في موقف حرج وانتزاع تعهدات تلزم الحكومات التي تم منحها إعانات بأن يكون من حق أمريكا أن تتدخل في شأن أسواقها وشركاتها.

وبكل تأكيد، مارس الأمريكيون الضغط على صندوق النقد للمسارعة لوقف العدوى. كان الخوف الأكبر هو الخفض الصيني للعملة. وقد كانت تجارة الصين مع أمريكا أكثر أهمية بكثير من تجارتها مع تايلند وإندونيسيا وماليزيا. فإذا خفضت الصين عملتها، فإن سلعها الأرخص ثمنًا يمكن أن تدمر جزءًا كبيرًا من الصناعات الأمريكية.

بِع بثمن غالٍ واشترِ البلدان الأخرى بثمن بخس

امتد النفوذ الأمريكي إلى أبعد مدى لا لشيء إلا حماية صناعتها من المنافسة بالسعر الأرخص. وقد اضطرت شركاتها، ومعها الشركات الغربية

الأخرى، إلى الرحيل، ثم عادت من جديد لشراء الشركات الآسيوية بثمن بخس- وبصورة مفرطة- الأمر الذي أصاب الشركات المحلية بالخوف. ففي نوفمبر ١٩٩٧، وقّع سيتي بنك City Bank مذكرة تفاهم مع فيرست بانكوك سيتي بنكFirst Bangkok City Bank لامتلاك حصة ٥٠,١ في المئة على الأقل من المشروع. وفي الأسابيع اللاحقة كانت ثمة تصريحات أخرى بشأن حصص المشاركة في مجموعات الصناعة المصرفية التايلندية من جانب المجموعة الأمريكية الدولية American International Group، وبنك سنغافورة للتنمية Development Bank of Singapore، وبنك كريديت سويس فيرست بوستن Credit Suisse First Boston، وبنك ويست دويتش الألماني Westdeutsche Landesbank. وأصبحت شركة بانكوك انفستمنت كمبانيBangkok Investment Company من نصيب المجموعة الأمريكية الدولية.

وقدمت كوريا عروضًا شديدة الأهمية؛ فقد كان اقتصادها أكبر كثيرًا وأكثر تطورًا من النظم الاقتصادية الأخرى في المنطقة. واشترط صندوق النقد الدولي أن تتيح كوريا للشركات اليابانية إمكانية الوصول السهل إلى السوق الكورية، وذلك على الرغم من الفائض التجاري الكبير بين البلدين لصالح اليابان. وعلى اعتبار أن ذلك أحد شروط صندوق النقد الدولي، وافقت كوريا على أن تتيح للمستثمرين الأجانب الحصول على أغلبية الحصص في الشركات المسجلة، وذلك بهدف السماح لهم بالاستيلاء الكامل على تحويلات هذه الشركات مع نهاية ١٩٩٨. ووفقًا لـ *الفاينانشيال تايمز* Financial

Times[١٠] فإن: 'الانفتاح الكامل للأسواق الرأسمالية ستمهد الطريق أمام التحويل الأجنبي للشركات الكورية وتزيد المنافسة الأجنبية في القطاع المالي ...'

في أعقاب الأحداث .. ما الذي يتعين علينا تعلمه

عندما يتحدث المعلقون الغربيون عن الأزمة المالية الحالية، فإنهم عادةً ما يركزون على الأحداث التي وقعت بعد أغسطس ٢٠٠٧ أو حتى ما بعد إفلاس شركة ليمان براذرز في سبتمبر ٢٠٠٨. وقد أدى تأثير الأزمة الآسيوية بعد عقد من الزمان إلى أزمة الائتمان المصرفي في أمريكا والتي عبَرت أمريكا إلى أوروبا. ومن ثم، كانت هناك بوادر لأزمة مالية تواصلت تقريبًا بدءًا من ١٩٩٠ وحتى ٢٠٠٨. ظهرت الأزمة في اليابان، وامتدت هذه الأزمة إلى جنوبي آسيا وتطورت إلى طفرة في تجارة الإنترنت قبل أن تصل إلى ذروتها في أسواق المال والإسكان في الغرب.

كان يتعين على الأزمة الدفاقة أن تهدأ لفترة من الزمن لكنها لم ترحل قط. فمنذ عام ١٩٩٠ فصاعدًا، وقعت منظومة مصرفية واحدة على الأقل في براثن الأزمة، وانهار سوق عقاري واحد على الأقل كل عام. وغالبًا ما تجاهل الغرب الأزمة؛ فقد كانت الضحية هي النظم الاقتصادية البازغة، أو ألمانيا التي كانت تتهيأ لإعادة توحيد شقيها، أو اليابان التي تتعافى وتتعافى من 'الفقاعة'. وتم استدعاء حالات خاصة لا خلاف عليها لتفسير الأسباب المترابطة المستترة وراء كل أزمة وأخرى.

وقد أثمرت العولمة عن العديد من المكاسب، وآمل أن تبقى هذه المكاسب بعد زوال التراجع الأخير للحماية القومية. غير أن العولمة أيضًا كان يصاحبها اضطراب دائم تقريبًا في واحدة أو أكثر من المنظومات المالية. وكما أن المعلومات والتحرر المالي اللذين صاحبا العولمة وأثمرا مكاسب لأعداد كبيرة ممن كانوا معدمين سابقًا في النظم الاقتصادية البازغة قد أتيا -بكل تأكيد- برفيق غامض.

وعلى مدى العشرة أعوام التي أعقبت الأزمة الآسيوية، استفحلت أعراض المشاكل التايلندية (الاقتصاد الفوقي، والفقاعة العقارية، وهوس الاقتراض، والاقتراض الأجنبي، والعجز في الحساب الجاري) في الاقتصادين الأمريكي والأوروبي بصورة أكثر وضوحًا عن ذي قبل. لكن أحدًا لم يصدق أن الدمار الذي أصاب النظم الاقتصادية الصغيرة الناشئة يمكن أن يظهر في النظم الاقتصادية الأكبر والأكثر تطورًا في العالم.

أمريكا تستفيد، ولكنها لا تتعلم؟

رحب الأمريكيون بخفض البلدان الآسيوية لأسعار الصرف. وقد آمنت إدارة الرئيس كلينتون **Clinton** إيمانًا شديدًا بأن مكاسب المنتجات الأرخص التي تغلها العملات الآسيوية الأضعف في قيمتها ستكون أكثر تأثيرًا من الضرر الذي ألحقه الدولار الأقوى بالصناعيين الأمريكيين. فالعملات الآسيوية الأرخص جعلت الجمهوريين قلقين على تأثير ذلك على الإنتاج السلعي الذي قد لا يستطيع أن ينافس. وقد عبر عن ذلك السيناتور

(الجمهوري) جيم ليتش **Jim leach** بقوله: 'الانشغال بالوظائف المفقودة أهم من الانشغال بأثمان السلع الأرخص سعرًا. 'وقد ظفرت الإدارة، كما ظفر المستهلكون. وقد واصل المستهلكون الأمريكيون واستمروا في تأثيرهم القوي على السياسة الاقتصادية لصالح العقد التالي؛ وهو الدور الذي كان يعني تشجيع التوسع في الإقراض بضمان رهن بعد انهيار تجارة الإنترنت.

وقامت إدارة كلينتون بدعم السلع الرخيصة الثمن عن طريق سياسة 'الدولار القوي' ومنحها وزير الخزانة روبرت روبين **Robert Rubin** غطاءً مرّةً بعد أخرى. وبما لديه من دراية بالسوق المالية في نيويورك- بما في ذلك تجارة العملات الأجنبية- قدم روبرت دعمًا قويًّا لخدمات النشاط التجاري المتزايد في أعقاب الحرب الباردة. وقد كان روبرت مؤمنًا أيضًا بالقوة المتأصلة في الاقتصاد الأمريكي. فبدت عليه الصفة الدولية- خلال الدور القيادي للولايات المتحدة- في الخطاب الذي ألقاه في يونيه ١٩٩٧ في الاحتفال بالذكرى السنوية الخمسين لمشروع مارشال- ذلك المشروع الذي أقال النظم الاقتصادية الأوروبية من عثرتها في أعقاب الحرب العالمية الثانية.

كان خطابًا هامًّا؛ لأنه وصف المزاعم الأخلاقية التي دعمت السياسة التجارية للولايات المتحدة منذ عام ١٩٤٥، والتي بدت أيضًا مناسبة جدًّا حتى بعد نهاية الحرب الباردة.[١١]

"الحاجة إلى زعامة أمريكا للاقتصاد العالمي ومشاركتها فيه لم تتغير منذ مشروع مارشال- مع أن الظروف قد تغيرت بصورة واضحة. وفي الواقع، فإن تلك الحاجة قد تزايدت من بعض النواحي، فقد تزايدت من بعض النواحي المركزية التي تحتلها القضايا الاقتصادية في السياسة الخارجية التي كانت حينذاك رفيعة المستوى. ففي عام ١٩٤٧، كان ١٢ في المئة من اقتصادنا يعتمد على التجارة. واليوم، فإن هذه النسبة قد أصبحت أكثر من الضعف. وفي عام ١٩٤٧، كانت الغالبية العظمى من المؤسسات الأمريكية الرئيسية ترى نفسها بوصفها شركات أمريكية لها مكاتب في الخارج. أما اليوم فإنها تنظر إلى نفسها كمؤسسات عالمية مقرها الولايات المتحدة. وفي عام ١٩٤٧، كانت هناك أسواق قومية لرأس المال وكانت تدفقاتها عبر الحدود القُطرية قليلة جدًا. أما اليوم فإن هناك سوقًا عالمية هائلة ومتكاملة لرأس المال لها تدفقات استثمارية وتمويلية يومية ضخمة عابرة للحدود. إن التكنولوچيا، والتغير السياسي، وانفتاح الأسواق، قد أسرعت بنظمنا الاقتصادية على طريق التكامل وخلقت فرصًا جديدة للنمو بل وخلقت مخاطر جديدة أيضًا. ولا نبالغ حين نقول إن رفاهة اقتصادنا مرتبطة ارتباطًا قويًا وطرديًا برفاهة اقتصاد بقية العالم."

روبين وصف الصورة المستقبلية

للاقتصاد العالمي بألفاظ إنجيلية

ألقى روبين خطابه في نفس الشهر الذي حدث فيه خفض أسعار الصرف في تايلند. وسوف يؤكد العقد القادم الروابط بين أمريكا وبقية دول

العالم. وقد وصف روبين الصورة المستقبلية للاقتصاد العالمي بألفاظ إنجيلية؛ بما في ذلك مسئولية واشنطن في التعامل مع شركات لم تعد تعتبر أصولا قومية بقدر ما هي مؤسسات تجارية عالمية، وتدفق رأس المال من أجل زيادة النمو، وكذلك، بالطبع، تزايد النفوذ الأمريكي. وقد أقر روبين بأن الاقتصاد العالمي كان بنية أخلاقية يتعين استخدامها لتحسين حياة العمال والمستهلكين في البلدان النامية وأمريكا على السواء. إنها سياسة مضفورة بمبدأ رئيس البنك الفيدرالي المركزي آلان جرينسپان وحافز الربح عند المصرفيين الأمريكيين.

ومع أن موقف روبين كان أخلاقيًا، فإنه انطوى على مشاعر الانتصار التي أظهرها آخرون في الإدارة. فبعد أسبوع واحد بعد إلقاء روبين لخطابه بمناسبة ذكرى مشروع مارشال، تحدث نائب وزير الخزانة لاري سمرز **Larry Summers** إلى مؤتمر التجارة العالمية في دينفر مُحمّلا مبدأ روبين الأخلاقي بطرح مناقض لا يعترف بمصلحة الغير:(١٢)

'من الواضح جدًا أننا دون غيرنا نمثل أيضًا القوة الاقتصادية العظمى الوحيدة في العالم. فاقتصادنا، في عهد العولمة، هو الاقتصاد الأكثر مرونة وديناميكية في العالم. ونحن ننفرد بوضع استثنائي يحقق لنا التفاعل مع العالم البازغ؛ وذلك بفضل ما وصلنا إليه في عالمنا، وتنوع شعبنا، ومرونة مؤسساتنا. إننا نسيطر أو نقود فعليًا كل صناعة المرحلة ما بعد الصناعية..... إن الوضع القوي الذي نحن فيه هو في صالح الشعب الأمريكي. لكنه يعطينا أيضًا سلطة جديدة على المسرح الدولي وفرصة

لتشكيل عالم من صنعنا. وفي عهد العولمة، حيث لم تعد الحدود القومية دليلا على التخوم الاقتصادية، يمكننا أن نستغل وضعنا في الدفع باتجاه التدفق الحر للسلع ورأس المال والتكنولوجيا، والثروة بصفة عامة، عبر العالم. إن ذلك سيؤدي إلى تحسين مستويات المعيشة ويساعد على إنشاء أسواق جديدة للسلع'.

إن كلمات سمرز هي احتفاء بأمريكا مخترعة الإنترنت، والمبشرة بالتكنولوجيات الحديثة، وحامية حِمى التمويل والتكامل العالميين. وعلى الرغم من اختلاف كلمتيهما، فإن إيمان كل من روبين وسمرز في القوة الإصلاحية للمرونة الاقتصادية ترجيع لأصداء رؤى رئيسة الوزارة البريطانية السُّبْقَى مارجريت تاتشر **Margaret Thatcher**. إن إيمان تاتشر بقضايا اقتصاد السوق المنسجم مع فكرها السياسي كان وثيق الصلة بالإيمان الراسخ بأن الانتصار في الحرب الباردة يمكن تحقيقه جزئيًا عن طريق تمكين المستهلكين. لكن المبدأ يخون سمرز مرة أخرى، يقول: 'لأول مرة خلال نصف قرن، لم يعد في مواجهتنا عدو واضح... ومع نهاية الحرب الباردة وعولمة الاقتصاد العالمي، لدينا فرصة تاريخية لأن نقوي المنظومة العالمية إلى أبعد حد'. لقد كانت المنظومة العالمية الأقوى تعني تقوية السطوة الأمريكية، خصوصًا المستهلك الأمريكي. وكان ذلك الموقف موقفًا شاع داخل الكونجرس بسبب دعم الإسكان. والواقع أن أولية المستهلك، المدعوم بالتمويل، قد أصبحت أيضًا الركن الأساسي في فلسفة جرينسپان في البنك الفيدرالي.

في ذلك الوقت، بدا أنه يمكن لواشنطن أن تأخذ كل شيء من الأزمة الآسيوية. وقد جاء تزايد مكاسب الدولار القوي مع انخفاض أسعار النفط الخام بما يقدر بنحو ٣٠ بالمئة نتيجة للأزمة، والبطء الاقتصادي في المنطقة. وقد أدى الانخفاض في الأسعار بالسيد/ چون ليتبلو **John Lichtblau**، مسئول مؤسسة أبحاث الصناعات النفطية، إلى وصف ذلك بأنه: 'منجم حظ للمستهلكين'. وقد قصد، بالطبع، المستهلكين الأمريكيين وليس المستهلكين في أيّ مكان آخر.

بالنسبة إلى برامج 'اقتصاد المعرفة' والخدمات المالية: كانت الشركات الأمريكية تسيطر على كل هذه الجوانب من النشاط التجاري. وفي خطابه في دينڤر، وصف سمرز عالمًا جديدًا واعدًا بالكثير قائلاً: 'إننا نسيطر أو نقود فعليًّا كل صناعة المرحلة ما بعد الصناعية. خذ على سبيل المثال، مايكروسوفت في البرامج، أو القافلة الاتحادية للنقل السريع، أو ناسداك **NASDAQ**، للخدمات المالية.'[١٣] ومن جانب آخر، فإن عالم اللوچيستيات والإحصائيات الجديد الذي دعته ورحبت به أمريكا كان مقررًا له أن يكون طريقها إلى عظمتها اللاحقة.

العديد من علامات الفشل في آسيا

ظهرت فجأةً في موطن الرأسمالية نفسها

لقد انتصرت أمريكا في الحرب الباردة، واستفادت من الورطة الآسيوية، وفتحت العالم كله للتجارة. فشهدت نعمة التوسع الاقتصادي

المستدام بفضل دولارها القوي في وقت كانت فيه البلاد الأخرى تعاني من تراجعات اقتصادية كارثية يسودها خفض أسعار صرف العملات. لقد أرادت الدنيا كلها عملتها وأموالها. وفي المقابل، فإن كل ما أرادت أن تفعله هو أن تظل تشتري الواردات من شركائها التجاريين عبر مستهلكيها. وانطلاقًا من هذا المستوى من التفاؤل الذي لا يحده حدود تقريبًا، تشكلت قسمات الكارثة القادمة. وفي غضون عقد من الزمن، فإن العديد من علامات الفشل التي شهدتها آسيا، ظهرت فجأةً في موطن الرأسمالية نفسها كاشفةً عن نفس التفاؤل الذي لم يدم طويلا، ومُفضيةً إلى نفس حالة التبخر أو هروب رأس المال. بل عانت الفئات المالية الأشد تضررًا من نفس الحالة؛ الشقق السكنية، ومنتجعات الجولف، ومراكز التسوق الجديدة، ومعها نفس نوعية الأنشطة التجارية جنبًا إلى جنب؛ ومقاولو العقارات، ومانحو قروض الرهن، والبنوك الأجنبية والمحلية. وفي ذلك الوقت، بدا أن الأزمة الآسيوية شكل من أشكال تجريف الأرض؛ لكن دروس هذه الأزمة لم يتم استيعابها على الإطلاق طوال عقد من الزمن تقريبًا. ولقد كان هذا جزئيًّا بسبب يرجع إلى الثقة الكاملة في القيادة الأمريكية للرأسمالية العالمية، ولقد كان جزئيًّا؛ لأنه مجرد ذكرى عابرة ولكنها لافتة للنظر.

الهوامش

(1) Commentary on the Financial Stability Forum`s Report of the Working Group on Capital Flows. Andrew Cornford. December 2000. UNTAD.

(2) 'Current accout deficits: the Australian debate'. Rochelle Belkar. Lynne Cockerell. Christopher Kent, RBA Discussion paper. February 2007.

(3) 'Asia- Europe relations in the light of the Southeast Asian Financial Crisis'. Walden Bello. Seminar to TNI ASEM. Amsterdam, 31 October 1997.

(4) 'Financiers Fear attack on baht; forex battle may hurt economy'. Paul Sherer, Wall Street Journal, 10 February 1997.

(5) 'Financial sector Crisis and restructuring lessons from Asia'. IMF occasional paper 188, January 2000.

(6) Medhi Krongkaew, Capital flows and economic crisis in Thailand. The Developing Economies XXX VII-4. December 1999.

(7) Padma Desai, Financial Crisis, Contagion, and Containment, Princeton University Press, 2003.

(8) Yap Kioe Sheng. Sakchai Kirinpanu. Bangkok`s Housing Boom and the Financial Crisis in Thailand: Only the sky was the limit, June 1999.

(9)'China warns IMF over renminbi rate'. Financial Times, 21 June 2007.

(10) 'Reform Schedule is price of korean Chrismas rescue', Financial Times, 27 December 1998.

(11) Remarks by Treasury secretary Robert E.Rubin on the 50th. anniversary of Marshall Plan, George Washington University. 2 June 1997.

(12) 'American global leadership: the Denver summit and beyond'. Lawrence Summers. World Trade Conference. Denver. 10 June 1997.

(13) 'American global leadership: the Denver Summit and beyond'. Lawrence Summers. World Trade Conference. Denver, 10 June 1997.

الفصل الرابع

عشق الدولار: دروس من الطوفان الكاسح لرأس المال

أعتقد أن الأوضاع الحالية كلها معقدة ولا يقينية.

روبرت روبين، ١٢ أبريل ٢٠٠٢

تتلخص الرؤية الشعبية في أن الأزمة المالية الأخيرة نشأت من الاستثمار اللامبالي. لكن الأزمة في الواقع، قد أشعلها، إلى حد بعيد، المستثمرون الأكثر بغضًا للمخاطرة؛ أولئك المسئولون عن حماية احتياطيات النقد الأجنبي. فكيف يمكن للمستثمرين الأكثر حذرًا في العالم أن يشاركوا في أزمة مالية؟ وكما يعرف كل تلميذ أريب، فإن بإمكانك أن تفعل أيّ شيء إذا حاولت بجدية حقيقية؛ وقد حاول مديرو الاحتياطي بجدية حقيقية.

فبعد الأزمة الآسيوية لعام ١٩٩٧، زاد طلب العالم على النقود الدولارية يدفعه فى ذلك وضع الاحتياطى من هذه العملة. ولكن، وعلى الرغم من المشاريع الكبرى التي كان يخطط لها كل من روبرت روبين ولاري سمرز في وزارة الخزانة الأمريكية، لم يعوّل الأجانب كثيرًا على البراعة الاقتصادية للنشاط التجاري الأمريكي. كما أنهم لم يعولوا كثيرًا على

العائدات التي تغلها استثماراتهم الدولارية. فقد كانوا ينشدون فقط الأمان والسيولة.

وكما رأينا في الفصل السابق، فإن الأزمة الآسيوية توضح الضرر الذي يمكن أن يحدث في غياب النقود الدولارية الكافية لدعم استقرار العملة. وقد حدث تراكم في الاحتياطيات الدولارية بسبب الرغبة في تفادي اشتداد المضاربات في المستقبل. لكن ما دفع إلى تراكم النقود الدولارية كان أيضًا سيولة الاستثمارات التي أتاحتها العملة. ونادرًا ما يقوم مديرو الاحتياطات بالاستثمار في أيّ شيء عدا الدين العالي الجَوْدة(*)، وكانت جاذبية الدولار تكمن في كمية الدين المتاح. وبطبيعة الحال، فإن استثماراتهم خلفت المزيد من الدين الأمريكي.

ومن المعروف أن الادخار يقلل الاستهلاك؛ ولذلك فإن البلدان التي تستثمر في مثل هذا الدين تقلل استهلاكها حتى يمكن للأمريكيين أن يقترضوا- ويستهلكوا- بصورة مباشرة. وقد أصبح هذا مفهومًا في ضوء التدفقات التجارية التي تصاعدت في تسعينيات القرن. وقد كانت البلدان الآسيوية تركز على تصدير ما وسعها لإشباع حاجات المستهلكين الأمريكيين وبما يضمن لسلعها أن تجد المشترى بصورة مستمرة. وبدعم العملات الرخيصة في مواجهة الدولار، ظلت أسعار الصادرات جذابة، وتم جمع الإيرادات الدولارية لإعادة تشغيلها في استثمارات الاحتياطي. وبمرور

(*) أيّ الدين المضمون تحصيله. (المترجم)

الوقت، أدت النقود الدولارية المُعاد تشغيلها إلى انخفاض في العائدات الاستثمارية للمستثمرين الآخرين في الأسواق الأمريكية. وفي النهاية، أجبرت العائدات المنخفضة البنوك والمستثمرين الآخرين على استثمارات بديلة اشتمل بعضها على سندات مضمونة برهن **mortgage bonds**، واشتمل بعضها الآخر على الديون المقيدة بضمان عيني **collateralised debt obligations**. وهكذا فإن مديري الاحتياطيات لعبوا، وكذلك البلدان الآسيوية بوجه خاص، دورًا هامًا في تهيئة شروط الأزمة المالية.

مديرو الاحتياطيات... لعبوا دورًا هامًّا في تهيئة شروط الأزمة المالية

من سخريات القدر أن الأزمة كانت مظهرًا لتوافر رأس المال؛ أو توافر رأس المال في المكان غير المناسب. حدث هذا بدلا من ندرة رأس المال الذي كان متوقعًا في بداية التسعينيات. وبعد سقوط سور برلين، كان هناك خوف عميق من أن العالم ليس لديه ما يكفي من رأس المال من أجل إصلاح البنية التحتية المهدمة للبلدان المتحررة حديثًا واستثمار أموالها في نشاط تجاري جديد. وفي عام ١٩٩٥، كانت المحافظ الدولية لحقوق الملكية **international equity portfolios** تحتكم في حوالي ١,٥ تريليون دولار أمريكي. ووصلت التكاليف المتوقعة للبنية التحتية الجديدة في العقد التالي إلى تريليون دولار على الأقل، ليبقى نزر قليل للاستثمار في النشاط التجاري.

وفي الواقع، أصبح واضحًا أن بحيرة الأموال تقل ولا تزيد. وكان ثاني أضخم اقتصاد في العالم- الاقتصاد الياباني- يداوي جروح "الاقتصاد الفقاعي". لقد كانت اليابان الشريك التجاري الأكبر لبلدان شرق آسيا، وكانت قد زودت المنطقة في وقت سابق بكميات هائلة من رأس المال. وظلت اليابان المقرض الأكبر الوحيد، لكنها بدءًا من عام ١٩٩٣ قلصت دورها كممول آسيوي.

كما أن بلدان أوروبا الشرقية، تلك البلدان التي تحررت حديثًا من ربقة الكتلة الشيوعية، كانت تطالب بحصة من الكعكة الرأسمالية. لكن البنية التحتية للمنطقة غالبًا ما كانت غير قابلة للإصلاح؛ فقد كانت آليات المصانع قد بدأت عملها منذ الخمسينيات. بل وقد استخدمت بعض المصانع الآليات التي استغنى عنها الجيش الأحمر في نهاية الحرب العالمية الثانية. وكانت البلاد في حاجة إلى طرق جديدة، وكانت الموانئ الجوية في حاجة إلى التطوير، لكن البنية التحتية الاجتماعية كانت بمثابة باب خلفي للغرب. فقد أمكن لوكالات مثل البنك الأوروبي لإعادة البناء والتنمية أن تزود بعض صناديق التمويل. وتم تزويد بعض الصناديق عن طريق شركات مشتركة مع الشركات الغربية. وجاءت رءوس أموال أكبر من بيع أصول الشركات الغربية. لكن ظهر أن هذه الأموال غير كافية أبدًا. وبعد ثلاثة أعوام من سقوط سور برلين، كان بعض أهالي برلين الشرقية لا يزالون يفتتحون حجراتهم الأمامية كحانات مؤقتة لعابري السبيل، وذلك للحصول على دخل إضافي قليل. كان ذلك عرَضًا من الأعراض الدالة على شدة حاجة المنطقة للنقود الأجنبية.

إذن، كيف تحول الجفاف في رأس المال إلى طوفان منه؟ ومن أين جاءت النقود أصلا؟ كما هو حال النقود في كل مكان وكل زمان، أوجدتها البنوك نفسها أو أوجدها عملاؤها أو عدد كبير من الصفقات التجارية والثقة العالية في المدينين. وبسبب التجارة العالمية المتزايدة، عاد الدين إلى الظهور من جديد في الاحتياطيات الأجنبية التي أعيد تشغيلها؛ من قبل أولئك الأكثر فقرًا بصفة عامة، ومعنى ذلك أن بلدان الأسواق البازغة التي رأت أن من الأفضل إقراض البلدان الأكثر غنى في العالم، هذه البلدان التي صعدت هذه الأسواق البازغة بتصدير البضاعة إليها، وذلك بدلاً من أن تستثمر في بنيتها التحتية. وهكذا، لا تزال احتياطيات البلدان النامية هي التي زودت الأمريكيين إلى الآن بالمصدر الأضخم للتمويل. لقد كانت هذه السياسة سياسة ملائمة للطرفين، لكنها لم تلتزم بكل تأكيد بمنطق التنمية الذي يرى أنه كان يتعين على أمريكا أن تقدم قروضًا للصين للمساهمة في تنميتها بدلا من أيِّ أسلوب آخر.

وفي نهاية عام ١٩٩٦، كانت البلدان الغربية تسحب احتياطياتها تدريجيًا. فقد كانت هذه الاحتياطيات إهدارًا للأموال في عالم أصبح باديًا أنه آمن. وقد بلغت الأرصدة العالمية لاحتياطيات النقد الأجنبي في مجموعها ١،٥١٨ مليار دولار أمريكي، وكانت هذه الأرصدة لا تزال تحت سيطرة البلدان المتقدمة- الاقتصادات الغربية واليابان- التي كانت تمتلك معًا ٧٠٧ مليار دولار منها. واحتفظت البلدان الآسيوية 'الحديثة التصنيع' أكبر حصة تالية بحوالي ٢٦٢ مليار دولار. وكانت ٦٨ بالمئة من هذه الاحتياطيات مرصودة بالدولارات.[٢]

وفي أعقاب الأزمة الآسيوية، ظهر اتجاه آسيوي لتكديس الاحتياطيات. فمع نهاية عام ١٩٩٨، وصل إجمالي أرصدة احتياطيات العملة الأجنبية إلى ما يساوي ١,٦٣٦ مليار دولار أمريكي[٢] ٧٠ بالمئة منها بالدولارات. وتحتفظ البلدان الآسيوية الآن باحتياطيات من النقد الأجنبي تصل في ضخامتها (٥٦٣ مليار دولار) إلى ما تصل إليه احتياطيات البلدان الصناعية (٦٩٠ مليار دولار).

وفي العام التالي، زاد إجمالي أرصدة النقد الأجنبي من جديد (بنحو ١١٠ مليار دولار) وتقدر نسبة النقود الدولارية الآن بنحو ٧٩ بالمئة من مجموع الأرصدة. ومن جديد، أصبحت الاحتياطيات الآسيوية من النقد الأجنبي (باستثناء اليابان) هي الاحتياطيات الرئيسية في النقود الدولارية المكدسة، بنسبة زيادة في الأرصدة مقدارها ١٤ بالمئة في السنة حتى نهاية عام ١٩٩٩، وهي ضعف إجمالي معدل النمو في مجموع احتياطيات البلدان الآسيوية.

كان ثمة تحول في النقود الدولارية يجري أيضًا عام ١٩٩٩ في مكان آخر. فقد كان طرح اليورو كعملة موحدة عام ١٩٩٩ يعني أن الاحتياطيات لم تعد في حاجة إلى الماركات الألمانية والفرنكات الفرنسية التي كانت من قبل بحوزة البلدان أعضاء الاتحاد. لكن الاحتياطيات القديمة لم تختف، بل هي في الواقع، تحولت إلى دولارات. وبعد ١٩٩٩، أصبح الدولار العملة الحقيقية الوحيدة للاحتياطيات في العالم- فقد فقد ين اليابان مكانته بسبب تضاؤل التأثير الدولي لهذا البلد وانخفاض معدلات الفائدة، وقد تمر سنوات عديدة قبل أن ينال اليورو ثقة مديري الاحتياطيات.

وطوال العشرة أعوام التالية، فاقت الاحتياطيات الآسيوية التي تم تكديسها بالعملة الأجنبية احتياطيات جميع المناطق الأخرى التي ترتكز على النقود الدولارية. ومع نهاية عام ٢٠٠١، كانت الدول الآسيوية (باستثناء اليابان) تمتلك كمية من احتياطيات النقد الأجنبي الدولارية تماثل تقريبًا مجموع الاحتياطيات الدولارية للبلدان الصناعية مجتمعة. وقررت بلدان أخرى، وبوجه خاص بلدان أمريكا اللاتينية والمنتجة للنفط، بما في ذلك روسيا، أن تكدس احتياطيات دولارية. وعكفت اليابان أيضًا على شراء النقود الدولارية بصورة منتظمة للمحافظة على معدل سعر صرف تنافسي. فزادت احتياطيات النقد الأجنبي بمتوسط ٥٠ مليار دولار كل عام ابتداءً من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠٠٢، وبسرعة تزايدية أصبح الصينيون في طليعة كل مديري الاحتياطيات الآخرين؛ ففي عام ٢٠٠٢، زادت الصين الاحتياطيات الدولارية بمقدار ٧٤ مليار دولار، وهي قيمة تساوي ٣٩ بالمئة من الزيادة في العام الواحد.

تجربة التريليون دولار ضد الرأسماليين

الدافع الصيني إلى تكديس الاحتياطيات تغير أيضًا؛ من مواجهة هجمات المضاربة إلى مواجهة ارتفاع أسعار الصرف. فقد جاء في بيان لبنك التسويات الدولية (BIS) أنه 'يبدو أن التكديس الهائل للاحتياطيات المسموح بها في كل من الصين والهند كان متسقًا مع الحق السياسي في مقاومة الارتفاع في أسعار الصرف'. كما أشار بنك التسويات الدولية إلى أن السياسة

الصينية قد تلحق الضرر بالبلدان الأخرى. وأشار التقرير السنوي بلباقة إلى أنه يتعين على الصين واليابان إقرار الزيادة في أسعار صرف عملتيهما مقابل الدولار لتفادي الزيادة في 'اختلالات التوازن الدولي'.

لكن النداء قوبل بآذان صماء. ففي عام ٢٠٠٣، أضافت اليابان مبلغًا آخر قيمته ٢٠١ مليار دولار أمريكي إلى احتياطياتها، وأضافت الصين ١١٧ مليار دولار. ووصل إجمالي الاحتياطيات الدولارية في نهاية عام ٢٠٠٣ إلى ٢ تريليون دولار، بزيادة ١٧ بالمئة عن العام السابق. وكان اليابانيون في ذلك الوقت يتدخلون بانتظام لوقف زيادة سعر صرف الـ 'ين' مقابل الدولار، الأمر الذي جعلهم يستثمرون كل ما لديهم من نقود دولارية.

وبحلول عام ٢٠٠٢، وفي تحول كامل لما كان متوقعًا في عام ١٩٩٧، بدأ المضاربون في المراهنة على اعتبار أنه سيحدث ارتفاع اضطراري في كل من سعر الصرف الصيني الثابت والين الياباني (وليس خفض سعر الصرف). وقد أدت الفوائض التجارية المتواصلة مع الولايات المتحدة في كل من اليابان والصين إلى التوقع بأن كلا من العملتين في حاجة إلى رفع قيمتها مقابل الدولار. وأصبحت المخاوف الصينية بشأن خفض قيمة عملتها في عام ١٩٩٨ في حاجة لتعديل سياستها- خلال أربعة أعوام فقط- إلى سياسة تستهدف وقف الزيادة في سعر صرف عملتها مقابل الدولار.

وقد كانت هناك رغبة عارمة لدى الأطراف المنتجة للنفط لشراء النقود الدولارية. ومن بداية عام ٢٠٠٤ وحتى منتصف ٢٠٠٦، ارتفع سعر النفط من ٣٠ دولارًا أمريكيًا للبرميل إلى ما يقرب من ٨٠ دولارًا وارتفع العجز

في الحساب الجاري الأمريكي نتيجة لذلك. ومازالت النقود الدولارية التي تم إنفاقها على النفط تعود للولايات المتحدة إلى الآن بالمزيد من الاحتياطيات، أو تأتيها عبر صناديق المال السيادية المتنامية. وفي ٢٠٠٣، تم – لأول مرة– سد العجز في الحساب الجاري الأمريكي بالكامل من الاحتياطيات التي كدستها الدول الأجنبية؛ الدول المنتجة للسلع، مثل الصين، والدول المنتجة للنفط.

وعام ٢٠٠٣ أيضًا، بدا أن تلك الأسواق قد انحرفت بشكل واضح عن النماذج التقليدية: فقد فشلت العائدات التي يتم تحصيلها في الأجل الطويل في الاستجابة لسياسة البنك المركزي؛ واستمرت ميزانيات الشركات تتقلص برغم المعدلات العالية للفائدة المعلنة؛ وانخفضت التكاليف المالية للتأمين. كما أن إعادة تمويل الإسكان بدأت ارتفاعها الشديد للمرة الثانية في شكل استثمارات بما هو متاح من النقود الدولارية أشرف عليها مديرو الاحتياطيات الذين دفعوا بمستثمرين آخرين من أسواق وزارة الخزانة وأسواق الوكالات التجارية للتعامل في السندات غير المسحوبة على الوكالات. وبدأت الديون المقيدة بضمان صكوك الرهن (CDOs) في الظهور.

الموظفون الأجانب يسيطرون على الاستثمار الخاص

في أمريكا، حل المستثمرون في الاحتياطيات الأجنبية محل الاستثمار الأجنبي الخاص فيما بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٤. فقد وجد مستثمرو القطاع الخاص عائدات أعلى في مكان آخر. وقام المستثمرون من بين الموظفين

المدنيين المتمثلين في شكل مديري الاحتياطيات بالسيطرة على القسم الرئيسي من الاستثمار الأجنبي.

لكن بقية مستثمري القطاع الخاص وجدوا أعلى العائدات المتاحة في السندات الأمريكية المضمونة برهن (والإسبانية والبريطانية فيما بعد). واستمر التمويل بضمان الرهن بصورة قوية خلال فترة الركود من خلال توفير عائدات أفضل. وكانت منتجات مالية جديدة، مثل سندات الديون المقيدة بضمان صكوك الرهن، تقدم عائدات أفضل كثيرًا، بتصنيفات ائتمانية عالية، الأمر الذي اجتذب مستثمرين حذرين غاية الحذر. كما أن بعض السندات المضمونة برهن (تلك السندات المدرجة في وكالة) كان يتم شراؤها لأول مرة من جانب مديري الاحتياطيات الذين آثروا عائداتها العالية وسيولتها والضمان الكامل من جانب الحكومة الأمريكية لها. وعلى هذا النحو، كان المستثمرون المعروفون بحذرهم المفرط- الذين أدى الثقل المالي بهم، وبغيرهم، إلى مناطق محفوفة بالمخاطر- قد بدأوا في احتلال المجال الاستثماري شيئًا فشيئًا.

كل دولار بين كل عشرين دولارًا ينفقه الأمريكيون كان حَمَلَةُ السندات الأجانب يمدونهم به

في عام ٢٠٠٣، قام مديرو احتياطيات النقد الأجنبي بشراء سندات بما تقترب قيمته ٥ بالمئة من إجمالي الناتج المحلي الأمريكي. وكان كل دولار بين كل عشرين دولارًا ينفقه الأمريكيون يمدهم به حَمَلَةُ السندات الأجانب.

وقد احتازت آسيا ثلاثة تريليونات دولار أمريكي، كان نصيب الأسد منها بيد الصين. وزاد تراكم الاحتياطي الصيني بكميات قياسية كل عام؛ ٢٠٧ مليارات دولار أمريكي عام ٢٠٠٤، و٢٠٩ مليارات دولار عام ٢٠٠٥، و٢٤٧ مليار دولار عام ٢٠٠٦.

وكان يتعين على الصينيين، الذين كان من المفترض أن يقوموا بشراء المزيد، ألا يغيروا سياستهم في مجال النقد الأجنبي عام ٢٠٠٥ بحيث يمكن رفع سعر صرف اليوان مقابل الدولار. لكن اختلالات التوازن بهذا الحجم لا تستمر بصورة مستترة، وكلما تواصلت هذه الاختلالات زادت احتمالات أن يكون تسويتها، حين تأتي، كارثية على نحو ما حدث في تايلند.

ووجدت أمريكا ومن يزودونها بالنفط والسلع الاستهلاكية الأجنبية مصلحة مشتركة. فقد كان الاقتصادان الصيني والياباني في حاجة إلى صادرات وكان المستهلكون الأمريكيون يريدون صادراتهما. وعلى الضفة الأخرى، كان الاقتصاد الأمريكي في حاجة إلى الرأسمال الأجنبي لدعم اقتراض المستهلكين وتعزيز سوق الإسكان الذي أصبح، أكثر فأكثر، الموضوع الرئيسي لذلك الاقتراض.

وعلى خلاف إدارة بيل كلينتون، أبدت إدارة چورج دبليو بوش George W. Bush اهتمامًا قليلا بالتدفقات المالية العالمية. فمادامت النقود تأتي إلى الداخل، والمستهلكون سعداء، فإن إدارة بوش كانت سعيدة بعدم مناقشة البنك المركزي. وفي أبريل ٢٠٠٥، قال بن بيرنانكي Ben

Bernanke الذي أصبح بعد ذلك رئيسًا لبنك الاحتيـاطي الفيـدرالي،[٣] 'إن انضمام قوى متباينة أدى إلى زيادة كبيـرة فـي العـرض العـالمي مـن المدخرات- الإغراق النقدي الشامل- الأمر الذي ساعد على تفسير كل مـن زيادة العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة والانخفاض النسبي فـي مستوى أسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل في العالم في الوقت الحاضـر'. ولم ينزعج كثيرون من الإغراق النقدي، خصوصًا وقد بدا أنه يتيح قروضًا لا حد لها للأمريكيين، القادرين، بطبيعة الحال، على سدادها.

الفقراء يقرضون المال للأغنياء

لماذا كان من الضروري للمدخرين من غير الأمريكيين أن يـستثمروا في الأصول الأمريكية بدلا من أن يستثمروا في بلادهم؟ فهذه البلاد، بـرغم كل شيء، في حاجة إلى الاستثمار، وفي حاجة ماسة أحيانًـا. لقـد انخـدع الأمريكيون حين ظنوا أن الأجانب قد اختاروا أمريكا بسبب رواج اقتصادها. قال بيرنانكي 'الطفرة التكنولوجية في تسعينيات القرن الماضي، وكذلك عمق أسواق المال في أمريكا وتطورها (تلك الأسواق التي أتاحت لأفراد الأسرة، بين أشياء أخرى، إمكانية الحصول السهل على الثروة السكنية)، كان شـيئًا مهمًا بكل تأكيد'. وفي الواقع، فإن ما ذكره بيرنانكي فـي نفـس الحـديث كان أيضًا سببًا واقعيًا تمامًا: 'العامل الآخر هو المكانة الدوليـة الاسـتثنائية للدولار الأمريكي'.

كان يتعين على أمريكا أن تقبل العجز في الحساب الجاري إن كانت هناك نية لإدخال أموال طائلة إليها. لقد فتحت أمريكا أسواق السندات أمام الجميع واشترى الجميع هذه السندات لأنها أمريكية. وأدى دخول هذه الكميات إلى حدوث عجز في الحساب الجاري. وأشار ألان جرينسبان، رئيس بيرنانكي، إلى إمكانية تحول أصول الاحتياطي في المستقبل بعيدًا عن الدولار.(٤)

'ما العواقب المتوقعة في شأن مكانة الدولار من حيث هو عملة لاحتياطيات العالم، خصوصًا إذا خفض المستثمرون الأجانب معدل تراكم مديونياتهم على السكان الأمريكيين؟ سيقول معظم المحللين أن أسعار الفائدة الأمريكية كانت قد انخفضت بسبب التكديس العالمي للنقود الدولارية. وبالتالي، فإن أسعار الفائدة الأمريكية سترتفع بالطبع في حالة الخفض المؤثر لمكانة عملة الاحتياطي الدولاري... وإذا تعين أن يحدث أيّ تقليل من مكانة الاحتياطي الدولاري، فإن الاحتمال الأكبر هو أن يتم استيعاب ذلك عن طريق الاقتصاد الأمريكي الأكثر مرونة من الاقتصاد الذي كان موجودًا في بريطانيا عقب الحرب العالمية الثانية مباشرةً. وهذا، بطبيعة الحال، يقتضي منا في السنوات القادمة أن نحافظ هنا في الولايات المتحدة على بقاء درجة مرونة اقتصادنا مرتفعة وعلى اهتمامنا على عولمة ناجحة جدًّا في العقود الأخيرة'.

وألمح كل من بيرنانكي وجرينسپان إلى أنه لم تكن ثمة وسيلة لوقف استدانة الأمريكيين من الأجانب.

إن مديري الاحتياطيات مستثمرون حذرون؛ فهم يركزون عادةً على الاستثمارات المنخفضة المخاطرة مثل السندات الحكومية. وقد كانت سوق السندات المضمونة برهن يقدم خيارات متعددة. وبدأ مديرو الاحتياطي الصيني يبيعون السندات التي أصدرتها وكالتا فريدي ماك وفاني ماي بكميات كبيرة منذ عام ٢٠٠٤ فصاعدًا، الأمر الذي ساعد على اتساع أسواق الرهن. وكان ينبغي على أولئك الذين يتهمون المقترضين والمقرضين الأمريكيين باللامسئولية المطلقة أن يتساءلوا عن مدى كفاءة هؤلاء الذين يقال لهم المستثمرون الحذرون وعن دوافعهم.

قال لاري سمرز وهو يستشرف المستقبل، مستعرضًا تدفقات رأس المال العالمي بعد أعوام من الأزمة الآسيوية:(٥)

'يستحيل التنبؤ بالتطورات الاقتصادية وغير الاقتصادية، وما يجب على البلاد أن تكون حذرة منه. وفي إثر الأزمة المالية التي ضربت شرقي آسيا، أجمع كثير من المحللين- وأنا واحد منهم- على ضرورة أن تقوم أسواق النظم الاقتصادية البازغة بإنشاء احتياطيات للحد من مخاطر الأزمات في المستقبل. وأنا مازلت أعتقد أنها كانت نصيحة صائبة. لكن أضخم تدفق صافٍ في المنظومة المالية العالمية لعصرنا هو من نصيب أغنى وأقوى دولة تقترض على نطاق هائل من البلدان التي يقطنها جزء ضخم من أفقر فقراء العالم... إن حدوث مثل هذا التيار الجارف من الاستدانة من جانب أغنى دولة في العالم... يثير أسئلة حول مدى صواب الخطوات العملية التي تنتهجها المنظومة المالية العالمية'.

غير أنه يبدو أن المنظومة المالية العالمية كانت تزدهر بصورة جيدة بغض النظر عن التدفقات الرأسمالية العالمية التي ربما تجاهلت اختلال الموازنات تمامًا؛ اختلال الموازنات الذي كان لابد أن يؤدي في النهاية إلى أضخم أزمة مالية في التاريخ.

عالم لامتوازن

لم تكن تدفقات الرأسمال الأجنبي مقصورة على مديري الاحتياطيات، كما أنها لم تكن مقصورة على الصين واليابان والولايات المتحدة. وقد كانت صورة العلاقة بين مُصدري الرأسمال الآسيوي من جانب وأمريكا من جانب آخر منعكسة على مرآة مجموعات أصغر داخل البلاد المتقدمة في شكل نموذج متكرر على نطاق العالم. فالبلدان ذات الفوائض التجارية- مثل اليابان والصين وسويسرا وألمانيا- قدمت قروضًا لتلك البلدان التي في حاجة إلى الاقتراض- مثل إسبانيا والمملكة المتحدة وأيرلندا وأستراليا، والولايات المتحدة بوجه خاص.

وقد تضمنت العملة الأوروبية الموحدة حافزًا إضافيًا على الإقراض العابر للحدود الذي اتسم بعدم وجود أيّ خطر على العملة. وقد توافرت أمام كل البنوك الموجودة في أيّ مكان داخل منطقة اليورو فرص لعائدات أكبر في بلاد مثل إسبانيا؛ وكانت لدى البنوك الألمانية رغبة عارمة للاستثمار.

وبحلول سبتمبر ٢٠٠٧، وصلت قروض البنوك الألمانية لإسبانيا إلى حوالي ٢٥٠ مليار دولار أمريكي، وهو أكبر قرض أجنبي للإسبانيين. وقدمت البنوك الألمانية قروضًا لإسبانيا لنفس السبب الذي جعل البنوك اليابانية تبحث عن استثمارات فيما وراء البحار من أجل أعلى العائدات. لكن هؤلاء لم يكونوا مديري احتياطيات يبحثون عن الأمان. بل كان هناك اختلاف جوهري لدى اليابانيين. فمنذ دخول العملة الموحدة، لم يكن هناك خطر يتعلق بالعملات بين ألمانيا وإسبانيا. وعلى خلاف القروض اليابانية لبلاد ما وراء البحار، تلك القروض التي كانت عُرضة لمخاطر الخسارة إن زادت قيمة الـ 'ين'، فإن المقرضين الألمان لم يتعرضوا لمثل هذه المخاطر، ومن ثم فإنهم ظنوا أن استثماراتهم آمنة تمامًا. وقد تفجر نقاش مماثل بين المستثمرين في تايلند قبل خفض سعر العملة.

إن الكثير من القروض الألمانية اتخذ شكل السندات المضمونة بصكوك رهن إسبانية. وبقدر ما كانت السندات لا تتخلف عن إيفاء الديون، فإن المستثمرين الألمان كانوا يحصلون على أرباح أعلى مما كان يمكنهم الحصول عليه داخل بلدهم. ونتيجة لذلك، سرعان ما تطورت سوق السندات المضمونة برهن إسباني، تمامًا كما كان الطلب يتزايد على السندات المضمونة برهن أمريكي. وكانت المملكة المتحدة أيضًا تقوم بإصدار سندات شعبية مضمونة برهن كان غالبًا ما يشتريها أيضًا المستثمرون الأوروبيون- الألمان في المقام الأول. ووصل إجمالي مستحقات البنك الألماني على المملكة المتحدة إلى ٦٠٠ مليار دولار أمريكي عام ٢٠٠٧، مع كمية متزايدة

في شكل سندات مضمونة برهن من منشئي سندات مثل نورثرن روك Northern Rock وبرادفورد آند بنجلي Bradford & Bingley: المقرضين اللذين اعتمدا على الذين اشتروا السندات من أجل الحفاظ على نموذج أنشطتهما التجارية.

وفي أعقاب انهيار الأوراق المالية في أكتوبر ٢٠٠٨ بسبب الأزمة الطاحنة في الائتمان المصرفي طوال ذلك العام، أجرت الـ بي بي سي حديثًا مع السفير الألماني. وفي حدود ما أثار اهتمامه، عبر السفير عن ضيقه من أن البنوك الألمانية كانت لديها على ما يبدو مشاكل حين أحدث السفهاء من طلاب القروض المضمونة برهن مشاكل في الائتمان المصرفي. وألمانيا لم تشهد طفرة رواج في مجال الإسكان في يوم من الأيام؛ ولذلك فقد ظل مؤشر أسعار المسكن دون تغير لمدة عشرة أعوام على حين أن معظم البلدان الأوروبية الأخرى حذت حذو أمريكا في الطفرة الإسكانية.

وفشل السفير في إدراك أنه يلوم الأنجلو ساكسون على المستويات المسرفة من القروض على حين أن وطنه قد مارس من قبل دور المصرفي للقارة الأوروبية بكاملها بمستويات مماثلة من القروض المسرفة. وحين انخفضت أسعار المساكن، في وقت واحد تقريبًا، في كل من أمريكا وأوروبا، أصيب كل المقترضين بصدمة بسبب تزايد القروض المتأخرة عن السداد والمتخلفة عن إيفاء الدين وانخفاض قيمة الضمانة. واحتج الأوروبيون بأنه لا توجد لديهم مشكلة الرهن العقاري، مع أن هناك أمثلة عديدة من الإقراض المسرف وصل إلى مستوى الرهن العقاري. وكان الإقراض يقيم تفوق أثمان

المسكن الذي يجري شراؤه؛ فقد كان يتم تحديد قيمة المساكن بأسعار تزيد على ثمن الشراء لا لشيء إلا للحصول على صكوك رهن كبيرة؛ فقد كانت صكوك الرهن يتم طرحها على أساس المضاعفات الأعلى للإيرادات. وأقامت بعض الشركات- مثل برادفورد آند بنجلي- أنشطة تجارية على قروض مخصصة لمقترضين معرضين لمخاطر عالية مثل المال المكسوب بـ 'ضمان ذاتي' **self-certified** و'الشراء بغرض التأجير **buy-to-let**. أما من الناحية الدلالية، فلم يكن مصطلح **subprime** (رهن عقاري) معروفًا في أوروبا، ولأنه لم يكن إلا مصطلحًا أمريكيًا؛ لم يكن الأوروبيون يستطيعون تصنيفه تصنيفًا دقيقًا. ولذلك، فإن المشكلة ظلت كما هي.

إزاحة الحشود المألوفة برفع أسعار الفائدة

في الولايات المتحدة، أكد بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك[٦] على أن مديري الاحتياطي الأجنبي أصبحوا أهم المشترين لسندات أموال الخزانة العامة. وأن أموال الخزانة العامة بيعت بالمزاد العلني العادي. ومنذ عام ٢٠٠٣، غالبًا ما جاوزت حصة مديري الاحتياطي في إجمالي المزايدات ٣٠ بالمئة. وكان يتعين على الوكلاء التجاريين أن يتأكدوا من مدى اتساع أعداد المزايدين 'غير المباشرين'، أولئك المزايدون الذين لفتوا النظر إلى صفقات مديري الاحتياطيات الذين اشتروا بصورة غير مباشرة بواسطة محاسبين مازالوا يعملون في بنك الاحتياطي الفيدرالي.

كان يتعين على الوكلاء التجاريين أن يتساءلوا أيضًا

عما كان يمكن أن يحدث لأسعار الخزانة العامة

إذا فشل مديرو الاحتياطيات في المزايدة

لقد كان يتعين على الوكلاء التجاريين أن يتساءلوا أيضًا عما كان يمكن أن يحدث لأسعار الخزانة العامة إذا فشل مديرو الاحتياطيات في المزايدة. ففي نوفمبر ٢٠٠٤، في أسبوع عيد الشكر الأمريكي، كتبت جريدة بيزينس نيوز الصينية **China Business News** فقالت إن البنك المركزي الصيني كان قد بدأ يخفض من أرصدته في أموال الخزانة العامة، وذلك للحد من خسائر الدولار الهابط. ومع أن المسئولين الصينيين في البنك المركزي نفوا كل ما جاء في القصة جملة وتفصيلا، فإنه كما كتبت 'كان قد تم زرع بذرة الشك'. لكن القول بأن المشترين الصينيين يخسرون الفوائد أدى إلى حدوث هبوط حاد في أسعار أموال الخزانة. وقالت *الفاينانشيال تايمز* نقلاً عن خبير في الأوراق المالية حول هذا الموضوع: 'كان من الممكن لأيّ شاكّ أن يرتاب في أن التوقيت الخاطئ للتقرير المشكوك تمامًا في صحته لم يكن محض صدفة. فقد جاء هذا التقرير في أكثر الأوقات الهادئة من العام. لقد كان رسالة تذكير للأمريكيين حول ما تمارسه الصين من نفوذ على سوق الخزانة العامة'.

إن مديري الاحتياطيات- الصينيين في المقام الأول- كانوا قد أصبحوا بكل تأكيد مجموعة من المستثمرين الأكثر أهمية في أسهم الخزانة العامة، أكثر الأسواق سيولة في العالم. كان تأثيرهم شاملا وسيبقى لأجل طويل. وقد

تسبب شراؤهم المخطط في هبوط عائداتهم المستحقة على الخزانة العامة منذ عشرة أعوام بما يقل بنسبة تتراوح بين ٠,٤ بالمئة(٧) و٠,٩ بالمئة(٨) عن أيّ معدل آخر لهذه العائدات في نهاية عام ٢٠٠٤. ويؤدي هذا النوع من الهبوط في عائد السند إلى زيادة هائلة في النمو الاقتصادي؛ ربما بما يعادل الزيادة الضخمة التي يمكن للبنك المركزي أن يحققها من خلال خفض أسعار الفائدة إلى الخمس أو السدس، وربما أقل.

حتى هذا لا يكاد- بكل تأكيد تقريبًا- يعطي إشارة واضحة حول مدى تحقق الحافز. فالشراء جعل منحنى العائد أفقيًا وكذلك، كما رأينا في الفصل الأول، فإن المنحنى الأفقي للعائد دليل على تزايد شهية المخاطرة، لأنه يشير إلى أن قيم السندات التي تستحق التحصيل في الأجل الطويل تقترب من قيمة العملة النقدية، وإلى رجحان أن المال الخاص يسود المنظومة (حيث يتحول المشترون إلى شراء أشكال أخرى من الديون للحصول على أعلى العائدات). وبكل تأكيد، فإن المستثمرين قد تزايدت ثقتهم وتحركوا نحو الأصول المحفوفة بمخاطر أكبر- مثل السندات المضمونة برهن منخفض القيمة، والديون المقيدة بضمانات عينية، وكذلك الأوراق المالية طويلة الأجل. وجاء في إحدى الوثائق الصادرة عن البنك المركزي الأوروبي **ECB** أن 'الزيادة في مشتريات الخزانة العامة قد تحول، نظريًا، دون الاستثمار في الأسواق الأخرى'.(٩) ولذلك فإن التركيز على مثل هذه المشتريات الهائلة التي يجريها مديرو الاحتياطيات على أسواق المال الأمريكية، أضخم أسواق المال في العالم، قد يوحي بأن هذه الأسواق ذاتها، والضخمة كدأبها، لم تكن لتكفي على

الإطلاق لاستيعاب كمية النقود الدولارية. وقد كان يتعين على معظم الاستثمارات أن تذهب إلى مكان ما، وكانت الجهة الأيسر هي سندات الرهن المضمونة بواسطة 'الشعار الخاص' (السندات غير المسحوبة على الوكالات).

لقد اشترى مديرو الاحتياطيات، الصينيون على وجه الخصوص، المزيد من السندات ذات الصلة برهن، وذلك في شكل سندات فريدي ماك وفاني ماي المدرجة في الوكالة. وهكذا دعم المشترون الأجانب سوق الرهونات الأمريكي دعمًا مباشرًا. فقد كان لاستثماراتهم تأثيرات على عائداتهم 'تمامًا كما حدث في سوق سندات الخزانة. وقد استنتجت وكالات الرهونات من ذلك أن أسعار الرهن ستظهر 'زيادة قد تبلغ ٤٠ إلى ٥٠ وحدة مئوية' بدون عمليات الشراء الآسيوية لأصول الاحتياطيات. كما أن هذه الوكالات لاحظت أن 'مثل هذه الزيادة في أسعار الرهن كان من الممكن أن تؤثر تأثيرًا ضعيفًا جدًّا على الإسكان الأمريكي وعلى أسواق الرهن'.[١٠] فإذا توقف المشترون، -لأيّ سبب كان- عن الشراء، فقد كان يمكن لسوق الإسكان أن يصبح في موقف لا يُحسد عليه، وتكون أسعار الشركات في الأجل الطويل قد هبطت بما يزيد على واحد بالمئة.[١١] والواقع أن الأسعار المنخفضة كانت تعني الحاجة إلى سندات وقروض الشركات أقل، وعلى ذلك فقد كان الطلب عاليًا على السندات المضمونة برهن وعلى بطاقات الائتمان كاستثمارات بديلة. كما أن أسعار الفائدة المنخفضة أدت إلى تراكم مبالغ نقدية أكبر في الشركات يتعين استثمارها في شكل ودائع مصرفية- الأمر الذي

ساعد على المزيد من الإقراض. كان هناك أيضًا دافع لدى البنوك للتركيز على قروض الإسكان باعتبارها سندات جديدة مضمونة برهن حققت عائدات أكبر مما حققته سندات الشركات. وقد ارتفعت أرباح البنوك دافعة رأس المال المصرفي، والذي كان في الغالب موجود في شكل سندات، إلى الزيادة، الأمر الذي كان يعني أن هناك حاجة أقل لإصدار أسهم مالية.

لكن تأثير التكاليف القليلة للاقتراض على الحكومة وحدها كان كبيرًا جدًا. وبين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٦، حققت سندات الخزانة الجديدة ذات العوائد المنخفضة مدخرات تراكمية تزيد بكثير على ٤٠ مليار دولار أمريكي،[١٢] وهو ما يكفي لتسيير وزارة العدل في الحكومة الأمريكية لمدة عام (٣٥ مليار دولار في عام ٢٠٠٤) أو وزارة الأمن الوطني (٤٥ مليار دولار في عام ٢٠٠٤).[١٣] وإذا أخذنا في اعتبارنا المدخرات على مستوى الاقتصاد كله للبلاد، فإننا نجد أن تأثيرات الأسعار المنخفضة كانت هائلة.

لقد كان ألان جرينسپان، كالعادة، حاد الذكاء في رصده، فقد لاحظ أن منحنى العائد خط أفقي، وأن مزايا المخاطر منخفضة، وربط ما بين التأثيرات و'انهيار الاتحاد السوفيتي واندماج الصين والهند في سوق التجارة العالمية'، وحدد ماهية 'الاندماج الرائع للأسواق المالية'. ولاحظ أيضًا الأوضاع الاقتصادية الحميدة بشكل عام والتي صاحبت كلا من: التضخم البسيط، والنمو الشديد الذي عزّز الاقتراض المضمون برهن عالٍ وثقة عالية لدى المستثمر.

التدفق البطيء من اليابان

لنكون واضحين، لم يكن مديرو الاحتياطيات وحدهم الذين أغرقوا الغرب بالأموال النقدية. فالأموال التي تدفقت من البنوك اليابانية فيما بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٧، إلى الاستثمارات الغربية بالدرجة الأولى، كانت أكبر من النمو الذي كان في الاقتصاد الياباني ككل خلال نفس الفترة. لقد زاد الاقتصاد الياباني بمقدار ٧٤٤ مليار دولار أمريكي خلال خمسة أعوام بدءًا من عام ٢٠٠٢. وفي نفس هذه الفترة، زادت البنوك اليابانية مستحقاتها الخارجية بمقدار ٧٧٠ مليار دولار أمريكي.(١٤) وكانت البنوك اليابانية قد أجمعت على أن هناك فرصًا أفضل خارج وطنهم أكثر مما بداخله. ومن الواضح، حتى بعد أحداث العامين الماضيين، أن اليابانيين لم يغيروا رأيهم إلى الآن؛ وتظل صادرات القطاع الخاص الياباني من رأس المال القضية الأساسية في الوقت الحالي.

الاتجاهات الأكثر شيوعًا للمال الياباني فيما بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٧ كانت نحو البلدان التي اكتسبت درجة عُليا من الأفكار المالية الجديدة؛ الولايات المتحدة، أوروبا، المملكة المتحدة، أستراليا، وأخيرًا المراكز المصرفية بالمناطق الحرة حول شواطئ الكاريبي- وهذه المراكز المصرفية تعبير مرادف لصناديق المضاربة بالمناطق الحرة.

وقد استفادت صناديق المضاربة بوجه خاص من خلال تمويل ذاتها بالين الياباني منخفض التكلفة للاستثمار في منتجات عالية العائد. ووجدت البنوك

الأجنبية أيضًا أن مستويات التمويل جذابة. وأمكن لبعض البنوك، مثل البنوك السويسرية، أن تحصل على تمويلات رخيصة بعملاتها؛ كما أنها زودت المستثمرين الأجانب بالتمويل الرخيص. وكانت الوسيلة الأكثر شيوعًا للتمويل هي الـ 'ين'. وقد شاعت 'تجارة النقل' داخل المنظومة المالية منذ قمة التراجع في تجارة الإنترنت حتى عام ٢٠٠٧. وهي مازالت قائمة إلى الآن.

لم تكن صناديق المضاربة والبنوك الأجنبية المفعمة بالحيوية هي فقط التي تحولت إلى صناديق رخيصة قادمة من اليابان. فسلطات أوروبا المحلية ومجالسها البلدية وشركاتها كانت كلها تقترض بعنف ولديها رغبة عارمة للحصول على الـ 'ين' عن طريق تجارة النقل. وقد كان بوسع السلطة المحلية أن تصدر ورقة مالية بعملة ين منخفض القيمة وأن تتحمل مخاطر العملة مدة سريان الورقة المالية، وهي غالبًا خمسة أعوام. لكن الرغبة العارمة لدى السلطات المحلية لمنتجات 'التمويل المنظم' أصاب مديري الحكومة الفرنسية بين الحين والحين بالقلق، ذلك لأن الـ 'ين' إن اكتسب قوة خلال السنوات الخمس، لكان من الممكن لدافعي الضرائب المحليين، وليس المسئول الحكومي الذي أنشأ هذه التجارة، أن يحددوا سعره.

'ربات البيوت في طوكيو' يربكن التمويل العالمي

على حين أن البنوك اليابانية ركزت على إصلاح صناديق المضاربة والبنوك الأجنبية، أشارت الأسر اليابانية إلى مكان آخر بحثًا عن العائدات. وقد ساعدت المعدلات المنخفضة للفائدة المتاحة في اليابان منذ مدة طويلة

جدًا، والتنامي المتواصل للمدخرات داخل الأُسر، على جذب المدخرين لامتلاك سندات النقد الأجنبي التي توفر عائدًا أعلى. وكانت طوكيو قد وافقت عام ١٩٩٤ على نوع مميز من السندات، معروف باسم سندات يوريداشي **uridashi**، تم بيعه بصورة مباشرة للأُسر. وكانت نقود الأُسر اليابانية تغادر البلاد منذ ذلك الحين ولا تزال مستمرة في ذلك.

ومع استقرار الـ 'ين' بعد عام ٢٠٠٠، اكتسبت السندات شعبية أوسع نظرًا لأن تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية **(zero interest rate policy)** في اليابان أدى إلى انخفاض دخل السندات المحلية وحسابات المدخرات إلى لا شيء.

كان اليابانيون مقتنعين بأن الـ 'ين' لن يكون قويًا مقابل العملة الأجنبية. لكن وزارة المالية كانت قد 'حدت من تقلبات' سعر الـ 'ين' مقابل الدولار مع نهاية تسعينيات القرن الماضي. ومع الاستقرار 'المعقول' والطويل الأجل للعملة، بدأ أصحاب الاستثمارات الخاصة من جديد في شراء اليوريداشي بكميات كبيرة. ومكنت العائدات الأولية الجيدة من استعادة النشاط التجاري، وأدت إلى جذب الكثير من المستثمرين.

وبرغم أنه كان قد تم توفير العملات الأخرى على الفور، فقد اقتصر نطاق سريان العملات التي وفرتها سندات اليوريداشي في البداية على مجموعة الدول الصناعية السبع. وكان التفضيل بين العملات يعتمد على سعر الفائدة لكل عملة؛ ولذلك فإن بؤرة التفضيل قد انتقلت إلى الدولارات الأسترالية حين هبطت أسعار الفائدة في أمريكا بدءًا من عام ٢٠٠١. وبحلول

عام ٢٠٠٣، أدى الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة للدولار الأسترالي الصادر بضمان أمريكي إلى القضاء على غالبية اليوريداشي في ذلك العام. وبدأت نيوزيلاندا في استقبال الكمية الكبرى من إصدارات اليوريداشي بدءًا من عام ٢٠٠٤ فصاعدًا. وفي شهري أغسطس وأكتوبر من عام ٢٠٠٥، كان الدولار النيوزيلندي هو العملة الأكثر شعبية الذي يمكن إصدار سندات اليوريداشي بها، وبنهاية عام ٢٠٠٥ وصل إجمالي الإصدار الممتاز بالدولار النيوزيلاندي إلى ١٦ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي النيوزيلندي، وكان يعادل أكثر من ٧٠ بالمئة من السندات الممتازة لحكومة نيوزيلندا. وقد كان لهذا النوع من السيطرة تأثيرات عميقة على أسعار الفائدة، بخفضها وإجبار البنوك المركزية على تقديم تعويض- وعلى الشكوى من حين لآخر.

وصل المعدل السنوي لمنتجات اليوريداشي إلى ٢٤ مليار دولار أمريكي بدءًا من عام ٢٠٠٤ وحتى بداية عام ٢٠٠٨. وظهر الكثير من هذه المنتجات الدخيلة لتلبية الرغبة في الاستثمار بالعملات الأجنبية. وقد كان المنتج الأسوأ سمعة هو السند المزدوج العملة الذي يمنح فائدة بالأسعار المحلية **power-reverse dual currency bond**، ذلك السند الذي أتاح آفاق الاستثمار الطويل (ليمتد إلى ٣٦ عامًا) والعديد من الاختيارات. وبقي الهدف الأساسي كما هو: الحصول على فائدة من العملة الأجنبية أعلى مما هو متاح في اليابان. وفي عام ٢٠٠٠، تم إصدار ما يقل قليلا عن ١ تريليون ين من السندات المزدوجة العملة التي تمنح فائدة بالأسعار المحلية. وشهدت السنوات الثلاث التالية إصدار ما يتجاوز ذلك الرقم كثيرًا كل عام. وفي كل عام، كان يتم اقتطاع جزء من رأس المال الياباني وإضافته إلى أموال المنظومات المصرفية للبلاد الأخرى.

وذكر بنك الاحتياطي النيوزيلندي في تقرير له أن اليوريداشي يفضي إلى تقليل معدلات المقايضة في البورصة في الجزء الذي يمثل ٢-٣ سنوات في منحنى العائدات بالدولار النيوزيلندي **NZD yield curve**، وهذه هي المنطقة المرتبطة ارتباطًا نموذجيًا بصكوك الرهن. ثم علق بنك الاحتياطي على ذلك قائلا 'لقد أدى هذا إلى تقليل فعالية نقل الزيادات في معدل الاحتياطي النقدي المسموح به **Official Cash Rate**، وإلى زيادة المتأخرات التي ترتبط بعملية النقل'. أيّ إن الكمية الضخمة من سندات اليوريداشي التي يتم إصدارها في نيوزيلندا كانت تُعيق الآليات المعتادة في السياسة النقدية لهذا البلد.

لقد لفتت ظاهرة المستثمر الياباني الأسري أنظار الدول في مناطق أخرى أيضًا. ففي خطاب ألقاه في بداية يوليه ٢٠٠٧، قال عضو مجلس إدارة البنك الياباني كيوهيكو نيشيمورا **Kiyohiko Nishimura**: 'يبدو أن وصول الأُسر اليابانية كمستثمرين مهمين قد أثرت في أسواق النقد الأجنبي. لقد أُدين جهابذة زيوريخ في أوج سلطانهم على أنهم جعلوا الأسواق غير مستقرة(*). أمّا ربات بيوت طوكيو فإنهن بوضوح شديد يعملن على استقرار هذه الأسواق'.

(*) وُضعت كلمة جهابذة مقابلا لكلمة **gnomes** لتكون العبارة العربية مختصرة وغير مترهلة. والجَهابذة (ومفردها 'جِهباذ' و'جِهبذ') هم- في مفردات اللغة العربية- المدَّعون بأنهم عالمون ببواطنِ الأمور. والـ **gnomes**، في المأثور الأدبي الخيالي لعصر النهضة، هم الأقزام النوَّم حِراس كنوز الدنيا في باطن الأرض. وجهابذة زيوريخ **gnomes of Zurich** تعبير قدحي أطلق على المصرفيين السويسريين؛ فهم، إذن، الجهابذة النوّم حراس كنوز الدنيا المدعون بأنهم عالمون ببواطن الأمور. وزيورخ هي المركز التجاري لسويسرا. (المترجم)

'البحث عن العائد' يُجبر البنوك اليابانية على الذهاب إلى الخارج

كانت البنوك اليابانية تعوّل على تصدير

رأس المال أكثر من الأسر اليابانية

البنوك اليابانية كانت تعوّل على تصدير رأس المال أكثر من الأسر اليابانية. وقد أشار بنك التسويات الدولية إلى أن أصول البنك الياباني المخصصة لما وراء البحار زادت بقوة بعد عام ٢٠٠٠. ففي ديسمبر ١٩٩٩، اعتمدت البنوك اليابانية قروضًا مقدارها ٧٤٤ مليار دولار أمريكي لمقترضين من خارج البلاد. وبحلول سبتمبر ٢٠٠٧، بلغ إجمالي القروض الممتازة المقدمة من البنوك اليابانية إلى مقترضين من الخارج حوالي ١,٦ تريليون دولار. وهذه الزيادة تعادل تقريبًا مجمل الإنتاج السنوي لاقتصاد بلد متقدم متوسط الحجم مثل هولندا.

وزادت قوة إقراض البنوك اليابانية على وجه الخصوص للبلدان التي لها صلة وثيقة بالنشاط الخاص بكل من ضمان السندات برهن **securitisation** وصناديق المضاربة **hedge funds** خصوصًا بعد عام ٢٠٠٤. وكانت مراكز ضمان السندات برهن تشمل بلادًا مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة ومجموعة من البلاد يقال لها في مجموعها 'المراكز الأخرى للأنشطة المصرفية العاملة في المناطق الحرة'. وهذه 'المراكز العاملة في المناطق الحرة' **offshore centers** بلدان أُنشئت فيها أعداد كبيرة من صناديق المضاربة قامت بتسجيل أنشطتها بغرض الاستفادة من نظام ضريبي منخفض.

فأين ذهبت النقود؟ بعضها ذهب إلى القروض الداخلية، أو ذهب إلى تمويل المراكز التجارية وأسواق الأسهم والسيارات. وقام رجال الصناعة في العالم الغربي بإعادة تشغيل هذه النقود في الصين. لكن هذه النقود ذهبت، قبل أن تصل إلى المستهلك، إلى الائتمان المصرفي الذي تزايد انتشاره في النظم الاقتصادية الغربية، سواءٌ المدرج منه بالميزانية العمومية **on-balance sheet**، إن كان ذلك ممكنًا في إطار القانون، وغير المدرج بالميزانية **off-balance sheet** ودخل في الأوعية الاستثمارية الهيكلية والقنوات وعمليات ضمان السندات برهن.

وقد نالت صناديق المضاربة قدرًا كبيرًا من هذا الرأسمال المصدَّر. وأعطت البنوك اليابانية مراكز النشاط المصرفي العاملة في المناطق الحرة على سواحل الكاريبي قروضًا غاية في الضخامة. وكانت جزر الكايمان هي الأثيرة والأوفر حظًا. ووصل الإقراض الممتاز لبلاد الكاريبي هذه في نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٧ إلى ٣٠٠ مليار دولار أمريكي، يقابله الإقراض الياباني للمملكة المتحدة بما مقداره ٢٠٠ مليار دولار، ولألمانيا بمقدار ٦٢٣ مليار دولار، وللولايات المتحدة بمقدار ٧٢٧ مليار دولار. وهكذا قامت البنوك اليابانية بإقراض صناديق المضاربة ما لا يقل كثيرًا عما أقرضته للولايات المتحدة؛ أضخم اقتصاد في العالم والمقترض الأكبر.

يُعَدّ اقتراض صناديق المضاربة على هذا النطاق الكبير نقطة تحول للصناعة. فقد استجابت صناديق المضاربة بتزويد المجموعة الجديدة من المستثمرين بمقادير مضاعفة: حيث ارتفع مقدار النقود التي قامت صناديق

المضاربة بتدبيرها بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٧ من ٤٠٠ مليار دولار أمريكي إلى ٢ تريليون دولار.

لكن البنوك اليابانية لم تكن تقوم بمفردها بعملية الإقراض. لقد كانت البنوك السويسرية أيضًا ضالعة جدًّا في ذلك الأمر بسبب انخفاض أسعار الفائدة التي تتيحها الدولة. وقد اتفقت اليابان وسويسرا، فيما بينهما، على السيطرة على صناعة صناديق المضاربة من أجل زيادة قدرة هذه الصناعة، والعمل غير المباشر على توسيع نطاق ضمان السندات برهن والاستثمار القائم على التسليف. وبزيادة معدل التسليف الحذر بمقدار الضعف، كان من الممكن أن تصل القدرة المالية التي تستخدمها صناديق المضاربة بنجاح إلى ٤ تريليونات دولار أمريكي- وهو ما يعادل تقريبًا الناتج المحلي الإجمالي للمملكة المتحدة وكندا. لكن من المؤكد تقريبًا أن هذا التقدير يبالغ كثيرًا في مدى القدرة المالية التي تستخدمها صناديق المضاربة بنجاح. فالكثير من استثمارات هذين البلدين كان الغرض منها هو خفض السلفة التي أعلن أنه تم استخدامها. وقد كانت منتجات مثل سندات الدين المضمونة بصكوك رهن مزودة بداخلها بوسائل كبح يمكن اعتبارها، برغم ذلك، غير موجودة.

هزة عالمية مبكرة

في بداية ٢٠٠٦، لم يكن الاقتصاد الياباني قد تعافى بعد من أزمته بحيث يكون في وسع البنك الياباني أن يبدأ في إقرار سياسة مالية جيدة. كانت الخطوة الأولى هي خفض كميات المال المتاحة في البنوك اليابانية عن

طريق حساباتها الجارية الموجودة في بنك اليابان. فمن حافة ٣٢ تريليون ين قام البنك المركزي بخفض موازنة الحساب الجاري إلى ١٦ مليار ين في شهر واحد فقط بعد مايو ٢٠٠٦.

وحين أدرك المقترضون الدوليون أن النقود المتاحة كانت تتضاءل في نهاية المطاف، عجلوا بخفض استثماراتهم واشتروا الين. وتسبب صعود الين في أن تسجل 'صناعة النقل' أول خسارة لها منذ عام ٢٠٠١.

وتلاحقت تأثيرات الصعود المالي الياباني عبر العالم المالي. واتسعت موازنات الائتمان المصرفي، وانخفضت أسعار الأوراق المالية، وزادت تكاليف التأمين ضد المخاطر المالية، وانخفض سعر الدولار الأسترالي والدولار النيوزيلندي انخفاضًا شديدًا، وارتفعت مؤشرات الضغط المالي. وظهرت الأعراض الأولى لهشاشة أسواق الائتمان المصرفي لتزداد هذه الهشاشة وضوحًا بعد عام واحد في شكل أزمة طاحنة في الائتمان المصرفي.

الصادرات الرأسمالية لليابان: لا يزال هناك الكثير

في أكتوبر ٢٠٠٨، قدرت *الإكونوميست* **Economist** أن الشركات اليابانية تستحوذ على ٦٠ تريليون ين (٦٠٠ مليار دولار أمريكي). ووجد الاتحاد الياباني نفسه منكفئًا على ذاته داخل حدوده الوطنية– حيث كان الاقتصاد راكدًا، وكان من الصعب القيام بالمسئوليات، وكان عدد السكان يتناقص– ولذلك فقد كان يتعين عليه أن يتحول إلى الخارج. واتجهت

الصفقات لأن تكون إستراتيجية: وقد تولت شركة تاكيدا Takeda للمستحضرات الصيدلانية إدارة الشركة الألفية للمستحضرات الصيدلانية (Millennium Pharmaceuticals) في الولايات المتحدة؛ وتولت تي دي كيه TDK إدارة قسم الإلكترونيات في شركة أبكوس Epcos في ألمانيا؛ واشترى أسطول طوكيو شركة التأمين الأمريكية فلاديلفيا كونسوليديتيد Philadelphia Consolidated. ولم يؤد انفجار فقاعة التدفق المالي من اليابان إلى انسداد فقاعة الرهن العقاري وإلى الأزمة المصرفية لعام ٢٠٠٦.

من الواضح أيضًا أن الأُسر اليابانية لم تتخل عن مغامراتها المالية خارج البلاد. لكن ليس هناك ما يدل دلالة حقيقية على أنه تم إغراء الأُسر إلى إعادة توطين استثماراتها وعلى أن هناك استمرارًا في إصدار اليوريداشي. وبعد أن اشتد الطلب على أرصدة الين الياباني في سبتمبر وأكتوبر ٢٠٠٨، الأمر الذي غالبًا ما بدا أن سببه هو حلحلة صناديق المضاربة، أبطأ التدفق بشدة. فإذا اتخذ الـ 'ين' وضعًا ثابتًا مقابل الدولار، وبدا أن ذلك ملائم، زادت التدفقات إلى خارج البلاد مرة أخرى. لكنها ستواجه عقبة في اجتذاب أيّ اقتصاد ذي أسعار فائدة عالية جدًّا- على الأقل لمدة العامين التاليين. وبالنسبة إلى المستثمرين من الشركات، لا تعتبر مدة غايتها عامان مشكلة ضخمة- فهي مدة تكفي فقط للبدء فورًا في تسوية أوضاع الملكية في النطاق الأوسع من الاقتصاد. أما بالنسبة إلى الأُسر فإن عامين - قد تكون- مدة يطول انتظارها. والأكثر احتمالا أن تبقى المدخرات التي تستثمرها الأُسر حاليًا خارج البلاد في شكل سندات مناطق حرة.

أصداء اليابان في الغرب

بعد انفجار فقاعة اليابان، تفشت تجربتها في بلاد الغــرب الآن. فكــل هذه البلاد تشهد الآن تدهورًا مفجعًا فــي نظمهــا الاقتــصادية بــسبب أن المستثمرين يرفضون شراء السندات التي كانت قد زودت الاقتصاد من قبــل بالتمويل اللازم. ولبعض الوقت أوقفــت المنظومــة المــصرفية عمليــات الإقراض. وكل هذه الأشياء حدثت في اليابان. وهناك أيضًا تطابقات أخرى. فعلى حين أن قروض اليابانيين كانت قروضًا 'خارقة' **'zombie' loans**، فإن عملاء معظم البنوك الغربية أصبحوا الآن عملاء رهن 'خارقين'. وحيث إن الحكومات تضخ الكثير من الأموال في البنوك، فلابد أن تكون ثمة ضــغوط سياسية لتفادي أحكام نزع الملكية عن الأشــياء المرهونــة **foreclosures**. وحدث هذا فعلا في كل من الولايات المتحدة وألمانيا والمملكة المتحدة. كمــا أن أسواق العقارات السكنية لها طابع سياسي عميق. وقد أثبت اليابانيون مدى صعوبة معالجة الركود في الأصول. غير أن المفارقة فــي أزمــة النــشاط المصرفي الياباني هي أن الحد من هذه الأزمة يبدو أنه أدى – بصورة غير مباشرة– إلى حدوث ركود مماثل في بلاد الغرب بعد عقد من ذلك التاريخ.

اليورو: إحدى تجارب اختلال التوازن

في المرحلة الثالثة للوحدة المالية الأوروبية تم استخدام اليورو (عــام ١٩٩٩). وتألفت المجموعة المستخدمة للعملة الجديدة من أحد عشر عــضوًا أصليًّا، وانضمت إليها فيما بعد أربعة بلدان أخرى.[١٥] وقد كانــت العملــة

الموحدة تحديثًا ماليًا دالا على لقبه. وتزاوجت النظم الاقتصادية الناضجة مثل نظم فرنسا وألمانيا وإيطاليا وهولندا وبلچيكا مع عدد من 'النظم الاقتصادية المتقاربة' مثل نظم إسبانيا والبرتغال واليونان. ومع زوال مخاطر العملة بين الشعوب الأعضاء، تم تمجيد المشروع بوصفه فرصة سانحة للاستثمار فيما وراء الحدود. وقد أغل الاستثمار داخل المنطقة عائدات عالية لمستثمرين من فرنسا وألمانيا عن طريق 'التقارب'– العملية التي من خلالها تساوى الأداء الاقتصادي في أنحاء المنطقة مع تساوي أسعار السندات. وبدأت الفجوات بين السندات الحكومية تتقلص قبل أن يبدأ المشروع وأخذت هذه الفجوات تتقلص حتى بداية ٢٠٠٧.

وعملية 'التقارب' هذه هي نفس العملية التي حاولت صناديق الإدارة المالية طويلة الأجل أن تستفيد منها حتى عام ١٩٩٨. وقد كانت العمليتان على حق فيما يتعلق بالأجل الطويل، لكنهما كانتا على خطأ كارثيّ فيما يتعلق باحتمالية معوقات الأجل القصير.

التقارب يخلق تحدياته

بتوجيه من البنك المركزي الأوروبي، تم تنفيذ السياسة النقدية في جميع أنحاء المنطقة على أساس الأداء الاقتصادي الإجمالي. ونظرًا لأن ألمانيا وفرنسا هما الدولتان اللتان تشكلان القسم الرئيسي في منطقة اليورو، لذا فإن الأوضاع الاقتصادية لهاتين البلدتين أملت السياسة النقدية للمنطقة

ككل. لكن السياسة النقدية المناسبة لكل من ألمانيا وفرنسا كانت غير صالحة تمامًا بالنسبة لكل من إسبانيا وأيرلندا واليونان والبرتغال. وكانت النتيجة هي النمو والاستهلاك الشديدين داخل هذه 'النظم الاقتصادية المتقاربة'، إلى جانب ارتفاع سعر المساكن. ونظرًا لضيقها من النمو الضعيف والعائدات الضعيفة، نظرت البنوك الألمانية إلى العائدات العالية من إسبانيا وغيرها باعتبارها فرصة ضخمة، خصوصًا من جانب السندات المضمونة برهن. وأصبح الإقراض العابر للحدود داخل منطقة اليورو أحد أكثر الملامح المميزة لهذه البنوك، وحصلت ألمانيا على نصيب الأسد في عملية التمويل. وقد كان معدل الإقراض للأجانب يتجاوز باستمرار معدل النمو في ألمانيا نفسها كما حدث في اليابان تمامًا. وكانت إسبانيا هي المستفيدة الأكبر من الاستثمار الألماني، خصوصًا في شكل السندات المضمونة برهن. ويمكن تفسير ما يقترب من نصف الناتج الاقتصادي الإسباني في أثناء أكثر 'مراحل الهوس' بتوسيع نطاق الإقراض بين عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٧ بزيادة القروض المقدمة من جانب البنك الألماني بمفرده.[١٦]

كان معدل الإقراض للأجانب يتجاوز

باستمرار معدل النمو في ألمانيا نفسها

لكن عملية الإقراض لم تكن منحصرة داخل منطقة اليورو؛ فقد كانت النقود غالبًا ما يعاد تشغيلها في بلدة ثالثة. فكانت ألمانيا تقرض إسبانيا التي كانت بدورها تقرض المملكة المتحدة التي كانت تقرض بدورها الولايات المتحدة. كان

تيار التمويلات يتدفق عبر مختلف البلاد، فيتم أحيانًا تمويل النمو محليًا، لكن مع تزايد عمليات الإقراض المتجاوزة دائمًا سلسلة الحسابات الجارية، فإن هذا التيار كان يتجه نحو المقترض الأكبر في العالم وهو أمريكا.

وأصبحت بنوك النمسا أكبر البنوك التي أقرضت رومانيا والمجر فيما بدا أنه محاولة لإحياء البديل المالي للإمبراطورية النمساوية- المجرية.

لم تكن منطقة اليورو سوى عالم صغير من فرص الاستثمار الأوسع العابر للحدود التي تنفتح حول العالم عن طريق 'العولمة'. وقد جاءت فكرة 'التقارب' من خلال التعامل بوسائل تحديث مالي جديدة طوال عقد بدأ بعام ١٩٩٧. وكان روبرت ميرتون **Robert Merton**، خريج جامعة هارفارد، قد وصف 'التقارب' في أساليب الاستثمار التي تتيحها المشتقات بأنه رأس المال طويل الأجل المطلوب لاستغلال التقارب الحادث عبر العالم؛ من أجل إنشاء أضخم صندوق مضاربة عُرف إلى الآن. وقد كانت منطقة اليورو تسعى سعيًا حثيثًا إلى 'التقارب' بين النظم الاقتصادية. وتلاقت رؤى كل من روبرت ميرتون الباحث الأكاديمي خريج هارفارد، وصندوق الإدارة المالية طويلة الأجل، وأنصار اليورو، وتم تحقيق هذا التقارب.

أوجد اقتصاد منطقة اليورو الواسعة ظروفًا تتناسب بوجه خاص والوسيلة المالية الجديدة. ونشر البنك المركزي الأوروبي في أكتوبر ٢٠٠٢ بيانًا[١٧] يذكر فيه أن تأسيس منطقة اليورو أدى بالشركات والبنوك إلى أن تزيد من أحجامها، وإلى أن يسود الإقراض القائم على أساس السوق (وليس القائم على العلاقات).

وهكذا فإن العملة الموحدة أوجدت بيئة مناسبة لصناديق الإدارة طويلة الأجل وضمان السندات برهن بالإضافة إلى الإقراض العابر للحدود.

كما أدى انتشار العملة الموحدة إلى تطوير منحنى موحَّد لمقايضة الفوائد **interest swap**. وأصبحت سوق مقايضة اليوريبور(*) **Euribor** هي الأكثر سيولة في العالم، بإجمالي أرقام مبيعات تزيد على أرقام منحنى مقايضة الدولارات **dollar swap** وتمتد إلى استحقاقات مدتها خمسون عامًا تتجاوز استحقاقًا حده الأقصى ثلاثون عامًا لمنحنى المقايضة الأمريكية. وكان نجاح اليوريبور يعود جزئيًّا إلى عدم وجود منحنى واحد للسندات يمكن تطبيقه على الاقتصاد ككل- وكان المنحنى الألماني لمقايضة العملات هو الأكثر أهمية؛ لأنه كان مزودًا بعقود 'المستحقات الآجلة' **futures**، ولكنه فشل في توفير منحنى إرشادي مقْنع لكل القائمين بإصدار الأوراق المالية. كان الارتفاع في عدد من يستبدلون الأصول المالية هو النتيجة المباشرة لربط مختلف أسواق السندات في منحنى مقايضة العملات؛ الأمر الذي أدى إلى ابتكار وسائل لأسعار تعويم هذه العملات وتمويلها بأسعار البنك. أما من يقومون بعمليات المقايضة في الأصول فقد زعموا أن الوسيلة المالية الجديدة لكل أوروبا جاءت نتيجة مباشرة للعملة الموحدة. وكان ثمة أسئلة مطروحة حول حدود الوسيلة الجديدة.

(*) اليوريبور **Euro Interbank Offered Rate** منحنى مرجعي لسعر اليورو لدى البنوك. (المترجم)

فرصة لبنوك من الدرجة الثانية

كانت هناك مشكلة في القطاع المصرفي لدى ألمانيا على مدى سنوات عديدة. وقد أتاحت الدولة الاتحادية الفرصة للبنوك المحلية التي تمتلكها الولايات؛ لأن تصبح أهم مزودي الاقتصاد بالائتمان المصرفي برغم أنها كانت دائمًا من المنفذين الأقل شأنًا. وعندما منع الاتحاد الأوروبي الميزة التنافسية، كانت هذه البنوك تنعم بـ (ضمانات الدولة) في عام ٢٠٠١ في وقت أن كانت البنوك التابعة للدولة تبحث عن فرص في بلاد أخرى. وأصبحت هذه البنوك بين أكبر المزودين للائتمان المصرفي لكل من إسبانيا وأيرلندا وبلدان أوروبا الشرقية.

كانت البنوك التابعة للدولة تحذو حذو البنوك الألمانية الأخرى في تمويل بلدان الأطراف. فمنذ بداية العملة الموحدة، أدرك أحد البنوك، مثل بنك ديفا **Depfa** الذي كان متخصصًا من قبل في توريد ضمانات الرهن للقطاع العام، أنه لابد من كسب كمية ضخمة من المال باستخدام خبرته في تحويل السندات المضمونة برهن إلى سندات للحكومات الأوروبية. وبين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٤ أصبح بنك ديفا ربما أكبر مشتر لسندات الحكومة الإيطالية طويلة الأجل. كما أنه اشترى السندات الإيطالية المحلية وسندات اليونان والاعتمادات المصرفية الأخرى الأقل قيمة. ومع أن تكاليف تمويل ديفا ظلت منخفضة، فإن أرباحه كانت جيدة. فقد زادت الأرباح المتوقعة بتغيير مقر الشركة (ونقلها) إلى أيرلندا ذات الضرائب المنخفضة.

الإقراض للنظم الاقتصادية الأوروبية البازغة يساوي من الناحية الموضوعية انتقال البنوك التي جعلت أصولها محفوفة بالخطر في الولايات المتحدة مع أن المنتجات المستخدمة كانت هي ذاتها- سندات مضمونة برهن، الديون المقيدة بضمان عيني. وفي الوقت الذي كانت فيه سوق المال في نيويورك (وول إستريت) تتجه نحو الغرب والجنوب الأمريكي، كانت بنوك ألمانيا وفرنسا وبلچيكا والسويد والنمسا تتحرك نحو الجنوب والشرق. وعلى حين أن نيويورك كانت محور المنتجات المالية في أمريكا، كان مفترضًا أن تمارس لندن دورًا مماثلا في أوروبا.

لقد كان من المفترض أن يكون "التقارب" عملية دائمة. وكانت جداول أسعار السندات بين الجهات السيادية الأوروبية التي تقوم بإصدار الأوراق المالية التجارية تقترب من نسب مئوية تقل عن واحد بالمئة بدءًا من ٢٠٠٥. لكن الدول المرشحة للانضمام إلى الاتحاد الأوروبي رأت أن تكاليف استدانتها- وتكلفة استدانة مواطنيها- قد انخفضت إلى أدنى مستوياتها.

ووجدت إسبانيا، بوجه خاص، أن سوق سنداتها غير قادرة على التعامل بالعملة الموحدة بصورة مبدئية ثابتة مع الأسواق الأخرى برغم أن تصنيفاتها تحسنت وبرغم أن الأجانب كانوا راغبين في الإقراض للاقتصاد الأقوى والأهم في أوروبا. وامتد التقارب بين السندات السيادية في نطاق العملة الموحدة بعد عام ٢٠٠٤ حتى شمل الدول التي تتطلع إلى الانضمام إلى العملة الموحدة مثل المجر وسلوفاكيا وجمهورية التشيك. كما أن البلدان المنضمة حديثًا إلى الاتحاد الأوروبي مثل رومانيا وبلغاريا وجدت أيضًا أنها

مهيأة للمستثمرين الأجانب، الذين يعملون دائمًا داخل نطاق العملة الموحدة، ويستثمرون باليورو غالبًا، وليس بالعملة المحلية. وقد أدى هذا إلى أن تكون هذه البلدان عرضة للكوارث؛ نظرًا لأن ديونها مقومة بالعملة الأجنبية- تمامًا مثلما كان الوضع في تايلند.

وزاد الاستثمار المرتبط بالأداة المالية الجديدة زيادة كبيرة في حالة إسبانيا كما زادت السندات المضمونة برهن والتي تم إصدارها لدعم تطور صكوك الرهن. إن ما بدأ كنوع من التقارب في السندات الحكومية قد امتد ليصل إلى الإقراض للاقتصاد بكامله.

ونحن حين نتأمل في اختلال التوازنات التي ظهرت فيما بعد، فإننا نجد أنها قريبة الشبه بتلك الاختلالات التي ظهرت في جنوب شرقي آسيا قبل تلك الأزمة. وقد خاطر أحد كبار المستثمرين الطامعين بشدة في انتهاز الفرصة لزيادة العائدات، والقادرين على الاستثمار بالعملة الأجنبية، بالذهاب إلى بلدان يمكن أن تصبح غير مهيأة لسداد ديون القرض الأجنبي. لكن الاختلاف هو أن الوضع في شرقي أوروبا جعل الأزمة الآسيوية تبدو مشكلة صغرى. فالاختلالات في كل من رومانيا وبلغاريا وغيرهما تُظهر أن اختلالات تايلند في عام ١٩٩٧ كانت قزمية. لكن هذه البلدان كانت لديها الميزة الجغرافية ومن غير المحتمل ألا يكون هناك مقرضون كما حدث في الأزمة الآسيوية. وبرغم ذلك فإن معظم بلاد الكتلة الشرقية السابقة تواجه عقدًا عصيبًا.

العمل المصرفي- وبالتالي فإن كل عمليات الإقراض بما في ذلك إقراض مديري الاحتياطيات- هو نوع من البحث عن الميزانية balance sheet. وتم استخدام تعبير ربح البنوك ليكون تعبيرًا آخر لضمان أن يسدد المقترض وما عليه من دين ولضمان المواءمة بين الاستثمار والقدرة على الحصول على التمويل. وبعبارة أخرى، فإن الاستثمار الناجح شكل من أشكال استبدال النقود money exchange؛ أيّ التوفيق بين الأصول والخصوم.

لكن مديري الاحتياطيات أو المقرضين عبر الحدود لم يكونوا يهتمون بالتوفيق بين أصولهم وخصومهم. فقد كانت البنوك الألمانية التي تستثمر أموالها في إسبانيا، أو في أوروبا الشرقية، تتطلع إلى تحقيق أعلى العائدات دون التفكير بالمرة في أن التمويل يمكن أن يمثل أيّ مشكلة. أما بالنسبة لمديري الاحتياطيات، فقد كان الهدف هو مجرد إيداع النقود في أيّ بند من بنود الأصول. ولذلك فقد اُعتبرت السندات التي تم شراؤها صندوقًا ماليًّا ضخمًا لحفظ النقود لحين الحاجة إليها مستقبلا. ولا يبدو أن المشترين الأجانب لسندات الخزانة أو السندات المضمونة برهن، وجدوا أن بندًا من بنودهم المالية كان دينًا من ديون شخص آخر، وأنه كان هناك حد لما يمكن أن تمتصه السوق من الأموال حتى إن كانت هذه السوق هي سوق المال الأمريكي. وقد اعتادت كل من أوروبا والولايات المتحدة على عدم الربط بين النقود بوصفها دينًا أو مديونية والنقود بوصفها وسيلة للتبادل.

هل كان هذا نوعًا من الاستثمار الذي لا أهمية له وفرضه الجشع فرضًا؟ كان مديرو الاحتياطيات يقبلون بما يأتيهم من عائدات أدنى مما يمكن أن يحصلوا عليه من الاستثمار في بلادهم. وعلى ذلك فإن الاستثمار لم يكن بدافع الجشع. لقد كان الدافع الظاهري للإقراض الخارجي في أوروبا هو العائدات، لكن ما كان يدفع إليه أكثر هو دافع البقاء. وكانت العائدات جيدة لأعوام قليلة، لكن الدافع الأول عند مستثمري بنك الدولة كان بكل وضوح هو الاستمرار في الوجود. أما أن نتيجة كهذه قد أدت إلى الإسراع بزوالهم فيشير إلى شيء ما يتعلق بالتدفقات في مشروع البنك المركزي الأوروبي لتعميم العملة الموحدة دون الانشغال بالمخاطر طول الوقت. مثال ذلك الطريقة التي شجع بها البنك المركزي الأوروبي على انتشار 'المشتقات المستنبطة للائتمان المصرفي' **synthetic credit derivatives** العابرة للحدود، وعلى ضمان السندات برهن في منطقة اليورو. وفي فترة مبكرة تعود إلى عام ٢٠٠٧، جاء في تقرير للبنك المركزي ما يلي:(١٠٨)

'على خلاف الوسائل النقدية الثابتة، تؤدي الديون المستنبطة المقيدة بضمانات عينية **synthetic CDOs** إلى تعريض الأصول الأساسية للخطر لا بواسطة شراء السندات أو القروض بلا ضمانات ولكن بمراجعة الأسماء أو الأصول عن طريق مشتقات الائتمان. وهذا الأسلوب له جاذبية خاصة في أوروبا؛ لأن هناك استمرارًا لوضع قيود على سوق النقد الأساسية (مثل: وضع ضوابط قومية، قيود قانونية على تحويل القروض، إصدار قدر محدود من سندات الشركات، بنية تحتية أقل تطورًا للسوق) تلك القيود التي تقلل القدرة على تنويع مخاطر المحافظ الائتمانية بين البلاد'.

والآن، فإن البنك المركزي الأوروبي قام بدور إيجابي في التشجيع على استخدام تلك الأداة التي أصبحت الأداة الأكثر خطورة في صندوق المحافظ المالية، الدين المستنبط المقيد بضمان عيني.

قام البنك المركزي الأوروبي بدور إيجابي في التشجيع

على استخدام تلك الأداة التي أصبحت الأداة الأكثر

خطورة في صندوق المحافظ المالية

فقد كان البنك المركزي الأوروبي داعمًا أيضًا لتنميط الإقراض وترويجه بضمان الرهن داخل المنطقة. وكان بعض الأوروبيين الذين نفذوا عمليات الضمان برهن لا يقلون خطورة عن الرهن العقاري الأمريكي. ونعود للاقتطاف من البنك المركزي الأوروبي:(١٩)

'قامت منظومة اليورو بعمليات دعم أخرى في أسواق الرهن. وكان لابد أن يؤدي المزيد من التكامل إلى توسيع منطقة اليورو وتوفير قدر كبير من منتجات الرهن، مما يؤثر على دوافع سياسة نقل الأموال ويساعد على إيجاد منظومة مالية أكثر استقرارًا كنتيجة للتنويع الجيد للمخاطر'.

كان التكامل المالي مشروعًا نبيلا طويل الأمد داخل أوروبا. لكن التنفيذ المتعجل لهذا المشروع أوجد نوعًا من التناقض. وقد حذر رئيس البنك المركزي الأوروبي، جان- كلود تريشيه **Jean-Claude Trichet**، من 'مخاطر خفض الأسعار' أضعافًا مضاعفة في أسواق المال، بدون إدراك أن التوجيه اللاحق الذي أصدره بنكه كان مخصصًا لدعم الصكوك التي

اعتبرت فيما بعد مسئولة عن حدوث الأضرار. وفيما بعد، فسر تريشيه جذور الأزمة قائلا:

"خفض سعر وحدة الخطر يعود بصورة رئيسية إلى عدم كفاية القواعد المتخذة بشأن توزيع العائدات لأوراق مالية جديدة شديدة التعقيد. ويمكنني أن أذكر بعض الأمثلة. أولا، عند حساب احتمالات عدم تسديد صكوك الرهن على نطاق اقتصاد كبير، توقع أن احتمالات انخفاض أسعار العقارات، أو التدهور المتواصل في معايير الإقراض لم يجر مراعاتها بصورة سليمة؛ بل تم إهمالها تمامًا".

هذا كلام يسهل قوله بعد أن تكون الواقعة قد حدثت. والحقيقة أن البنك المركزي الأوروبي كان ومازال مشجعًا قويًا وسيكون كذلك لأمد طويل لأيّ آلية تتيح دمج الأسواق المالية الأوروبية. فإذا كانت الصكوك المضمونة برهن أو الديون المستنبطة المقيدة بضمانات عينية أثبتت أنها مفيدة، فإنه يتعين إدراجها في الخطة الرئيسية.

لقد انعكس اختلال التوازنات في منطقة اليورو في شكل اختلالات شملت العالم ككل. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البنوك الأوروبية أيضًا شاركت في التوسع الأمريكي الشديد في عمليات الائتمان المصرفي. ومازال هناك سؤال يتعلق بمدى ما تكبدته المنظومة المصرفية الأوروبية من الأضرار الناتجة عن مجموعة وقائع الأزمة المالية الأمريكية والأزمة الداخلية التي سرعان ما نشأت في أعقاب ذلك. وقد قدر صندوق النقد الدولي أن الثمن

النهائي سوف يكون أشد وطأة على العملية المصرفية الأوروبية منه على البنوك الأمريكية. والواقع أنه استنتاج صادم للبنك المركزي الأوروبي الذي يتفاخر بأن أعماله حذرة وقائمة على التفكير الهادئ.

استنتاج صادم للبنك المركزي الأوروبي

أما فيما يتعلق بمديري الاحتياطيات، فإن أهدافهم كانت متباينة، لكن هذه الأهداف نادرًا ما ضلت السبيل وصولا إلى تحقيق مكسب أو الوقوف كثيرًا عند اعتبارات تأثيرات الميزانية العامة. لقد كانوا أكثر اهتمامًا بما يلائم التعاملات التجارية لاستثماراتهم وبما يلائم متطلبات السياسة التجارية. ففي مقابل كل دولار دخل الاقتصاد الأمريكي من الصين أو اليابان أو المملكة العربية السعودية، أضافت أمريكا دولارًا لكل كمبيالة استحق دفعها. وبعد الأزمة الآسيوية، تعلم جزء كبير ومتزايد من البلاد أن الحصول على النقود الدولارية جزء لا يتجزأ من العولمة. إن أسطورة أمريكا التي لا حد لها فكرة من بنات أفكار السينما الغربية، كما أن أسطورة فرص الاستثمار التي لا حصر لها كانت اعتقادًا روجت له نخبة البلاد من أمثال وزير الخزانة روبرت روبين ومن تلاه في منصبه. لقد كان اعتقادًا تبين أنه من نوع أسطورة الغرب المتوحش(*).

(*) المقصود بالغرب المتوحش Wild West غرب الولايات الأمريكية في الفترة السابقة على تطبيق القانون فيه. (المترجم)

وعندما استثمر مديرو الاحتياطيات في السندات الأمريكية، ظنوا أنهم لا يفعلون شيئًا سوى ترك نقودهم محفوظةً في مكان انتظار، ولم يفكروا في إنشاء ائتمان مصرفي. فمن الذي تعيّن عليه أن يضل السبيل؟ إنه جماع الرأسمالية المالية أو روحها. ويمكن القول أن إستراتيچيات الاستثمار التي اتسمت بقصر النظر والمرتكزة على التجارة، والتي تركز اهتمامها على الاستثمار في النقود السائلة دون سواها- كانت السبب الوحيد الأكثر أهمية للأزمة المالية. وساعد على الطوفان العظيم مشيئة المقترَضين داخل أمريكا، وقبولهم السعيد لفيضان النقد الأجنبي المتدفق من البنك المركزي الأمريكي، والنخبة السياسية ومنظومتها المصرفية. وقد أعاد الاقتراض العارم دائرة الأزمة المالية الكبرى التي بدأت تأخذ بخناق العالم منذ عام ١٩٩٠ حتى وصلت إلى أمريكا نفسها، عرّابة العولمة وراعيتها. إن التاريخ المالي للعشرين عامًا الماضية يرتبط بصورة دائمة وجوهرية بالتدفقات الرأسمالية العالمية. ما من شيء كان أفدح أو أكثر ضررًا من طوفان النقود الباحثة عن الدولارات. فالعملة الأمريكية الخضراء **greenback** ربما لم يكن قد أفسدها -حتى ذلك الوقت- التدفق الرأسمالي غير المتوازن الذي أدت إليه العولمة. وربما يكتشف الدولار ذات يوم أنه قُتل حيًّا.

الهوامش

(1) BIS 67th Annual Report. exchange rate section. 1997.

(2) BIS 69th Annual Report. exchange rate section, 1999.

(3) Ben Bernanke. 'The global savings glut and the U.S. current account defict', Sandridge Lecture, Virginia Association of Economic, Richmond, Virginia, 14 April 2005.

(4) Alan Greenspan. 'Stability and economic growth: the role of the central bank', 14 November 2005.

(5) Larry Summers. 'Development lessons of the 1990s.' in Development Challenges in the 1990s: Leading policymakers speak from experience, ed. Timothy Besley, World Bank Publications. 2005.

(6) Michael J. Fleming. 'Who buys Treasury securities at auction?', Current Issues in Economics and Finance. vol. 13. no. 1, January 2007, Federal Reserve Bank of New York.

(7) 'The accumulation of foreign reserves', International Relations Committee Task Force, European Central Bank occasional paper 43, February 2003.

(8) Francis Warnock and Veronica Warnock. 'International capital flows and US interest rates', NBER working paper 12560, October 2006.

(9) Terasa Balcao Reis, Emiliano Gonzalez Mota with input from Lucia Cuadro-Saez and Sergio Gavila, The Impact of Asian Reserve Accumulation on Asset Prices, subsection of ECB Occasional Paper No. 43. quoted above.

(10) 'The Impact of Global Capital Flows and Foreign Financing of U.S. Mortgage and Treasury Interest Rates'. Ashok Bardham and Dwight Jaffe, Research Institute for American Housing, June 2007.

(11) 'Corporates are driving the global savings glut'. Jan Loeys, David Mackie. Paul Meggyesi. Nikolaos Panigirtzoglou. 24 June 2005. JP Morgan.

(12) A crude calculation, I admit: $7.4 trillion, 4/5ths rolled with a saving of 65bp (0.65 percent) = $38.5 billion.

(13) US government financial statements for year ended 30 September 2004.

(14) BIS banking statistics at www.bis.org.

(١٥) انضمت كل من فرنسا وألمانيا وهولندا وبلچيكا ولوكسمبورج وفنلندا وأيرلندا والنمسا وإيطاليا وإسبانيا والبرتغال لمنطقة اليورو عام ١٩٩٩، وانضمت اليونان عام ٢٠٠١. وسلوفينيا عام ٢٠٠٧. وانضمت كل من مالطا وقبرص عام ٢٠٠٨.

(١٦) طبقًا لإحصاءات بنك التسويات الدولي BIS، زاد الاقتصاد الإسباني بين عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٧ بمقدار ٢٠٥ مليارات دولار أمريكي (بالقيمة الدولارية الثابتة وفقًا لأسعار ٢٠٠٥). وخلال نفس الفترة، بلغ صافي الإقراض الألماني لإسبانيا نحو ٩٣ مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل تقريبًا ٤٥ بالمئة من الناتج الإجمالي لإسبانيا خلال تلك الفترة.

(17) Banks and Markets: the changing character of European Finance: Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales. NBER working paper 9595, 2003.

(18) Financial Integration in Europe, April 2007, March/ECB report.

(19) Financial Integration in Europe, April 2008, ECB report.

الفصل الخامس

هكذا أرخت البنوك المركزية قبضتها

هؤلاء الرجال العقلاء الذين يعطون الحمقى نقودًا، ينالون السمعة الحسنة بعد صفقة الليلة الرابعة عشرة.

وليم شيكسبير

William Shakespeare

(من مسرحية: الليلة الرابعة عشرة)

ينبغي أن تكون البنوك المركزية خط الدفاع الأول ضد الأزمة المالية، فالبنك المركزي ربما كان أهم مؤسسة في أي اقتصاد؛ والواقع أن أهمية البنوك المركزية تنبع من دورها في حماية قيمة العملة في الاقتصاد المعين. وعلى ذلك، فإن مهمة البنوك المركزية هي القيام بدور التحذير. وإذا كان التعبير الشائع يقول 'أبعد آنية الشراب حين يبدأ الاحتفال'، فإن هذه المؤسسات المصرفية يجب أن تكون الحارسة في مواجهة الإنفاق المالي المفرط. غير أن البنوك المركزية الكبرى هي التي ساعدت على زيادة الإنفاقات التي أدت إلى الأزمة الحالية.

بعد فترة رئاسة بول ڤولكر **Paul Volker** لبنك الاحتياطي الفيدرالي التي انتهت عام ١٩٨٧، تملصت البنوك المركزية من مسئوليتها عن الاستقرار المالي، وأولت جل اهتمامها للتنامي والتضخم. وقد ارتكزت سياساتها على التحكم في أسعار الفائدة في الأجل القصير؛ لتشمل أسعار المستهلك وتدفع إلى النمو المالي. وبدا الأمر كما لو أن الشرطة أرادت التأكيد على القيود التجارية واعتزمت تجاهل كل السلوكيات غير القانونية الأخرى. وقد بذلت جهود قليلة لمعرفة أسباب النمو في السيولة أو سلوك النقود بدلا من محاولة معرفة تأثيراتها الإمبريقية (التجريبية) على التضخم. وكلما زادت البنوك المركزية من هامشية دورها السابق في الاستقرار المالي، أصبحت هذه البنوك قوى فعالة في الدفاع عن تمويل الصفقات. ولم يكن مهمًا إن كان البنك المركزي أوروبيًا أو بريطانيًّا أو أمريكيًا؛ فقد أصبح الهدف الوحيد للبنوك المركزية هو الدفع إلى النمو (عادةً عن طريق الصفقات المالية) واحتواء التضخم.

وابتداءً من عام ١٩٩٩، أدى ظهور النقد الأوروبي الموحد لأول مرة إلى دخول منافس كبير للبنك الفيدرالي الأمريكي، حيث شكل تحديًا لموقف الدولار باعتباره عملة الاحتياطيات داخل دول الاتحاد الأوروبي. وأدى هذا إلى قدر من المنافسة بين البنوك المركزية. وبعد عام ١٩٩٩، أصبحت هيبة البنك المركزي الأمريكي تقاس ليس فقط بتوجيهه للنشاط الداخلي ولكن أيضًا بمدى جودة أداء الاقتصاد الأمريكي قياسًا إلى أداء الاقتصاد الأوروبي. ولما كانت هناك حاجة دولية إلى تطوير جاذبات الدولار، فإن الدعم المالي من

جانب البنك المركزي كان جزءًا هامًا في عملية الجذب. كما أن العملة الموحدة ساعدت على دخول 'التكامل المالي' إلى منطقة اليورو، وهي السياسة التي أدت إلى المزيد من عمليات الإقراض الخارجي وإلى اختلال التوازنات. إنها السياسة التي شجع عليها البنك المركزي الأوروبي.

'التكامل المالي'.... سياسة أدت إلى المزيد من عمليات الإقراض الخارجي وإلى اختلال التوازنات

وجد البنك المركزي الياباني **BOJ** أن أزمته المصرفية، التي دامت على ما يبدو نحو عقدين من الزمان، قد هيمنت على السياسة. كما أن قيام البنك المركزي الياباني على تحرير الاقتصاد الياباني الداخلي كانت له تأثيرات دولية هامة. فقد أطلقت سياساتها طوفانا من رءوس الأموال التي تدفقت إلى أرجاء العالم، فتزودت بلدان مثل أستراليا ونيوزيلندا بطاقة النمو.

العقد الياباني المفقود: مقدمة إلى الاضطراب الدولي

الأزمات المالية أحداث ثقافية وتاريخية. فالأزمة تعمل على تغيير الطريقة التي ترى الأمة نفسها من خلالها، والتي عن طريقها تراها الأمم الأخرى. وقد كانت اليابان تعاني بدرجة أو بأخرى من أزمة مالية مستديمة من نوع أو آخر منذ عام ١٩٩٠ ويبدو أنها تتهيأ لمواصلة المعاناة لسنوات عديدة أخرى. ونتيجة لذلك، فقد اضطر مجتمع عالي التنظيم واقتصاد متقدم– والذي ربما كان في بداية تسعينيات القرن الماضي الاقتصاد الأكثر تقدمًا–

إلى قبول طموحات أقل ومستويات معيشية أقل وغليان اجتماعي وانهيار في النفوذ الدولي. وقد استلزم تصحيح كل ذلك ما لا يقل عن عقدين زمنيين تقريبًا. وتكابد اليابان حاليًا حالة من الانكماش حيث يصاب السكان الذين يتقدمون في السن بالعجز بسبب الشيخوخة.

هذا المظهر الذي يمثل صورة اليابان هو - بطبيعة الحال- مظهر كاذب ولكنه مؤثر. وربما تكون البلاد والمناطق التي أصيبت بأضرار بالغة بسبب الأزمة الحالية تعاني من عوامل ودوافع مماثلة- الولايات المتحدة وبريطانيا وأيرلندا وإسبانيا وأوروبا الشرقية. أما اليابان، فإنها على الرغم من عذاباتها، أو بسببها، تبدو مستسلمة لحالها العسير ومتقبلة فشل مطامحها. لم يحدث هناك شغب ولا تذمر يميني أو يساري هامّ- بل كان هناك عدد قليل فقط تمت التضحية به ككبش فداء- ولم يفقد أحد كرامته. الخليط الاجتماعي في بريطانيا أو في الولايات المتحدة ربما كان أكثر استعدادًا للغضب منه في اليابان؛ ولكن ليس من الصواب أن نفترض أن الرواقية stoicism(*) اليابانية ستكون نموذجًا لإحباطات المجتمعات الأحدث سنًا والأكثر تنوعًا في الغرب في أعقاب الأزمة.

(*) الرواقية هي إحدى فلسفات الحضارة الإغريقية أسس لها زينون (٣٣٣-٢٦٤ ق.م). والكلمة مأخوذة من الرواق الذي كان زينون يتخذه مقرًا له ولتلاميذه. أنكر الرواقيون مبدأ خضوع الإنسان لأحاسيسه ونوازعه الداخلية العميقة حيث يجب على الإنسان الناضج فكريًا أن يسيطر على مشاعره وأحاسيسه ونوازعه ويتحكم فيها. ومن ثم، فإن الرواقية وقفت موقف اللامبالاة من المتع والآلام جميعًا. ولعل المؤلف أراد أن يقول أن اليابانيين واجهوا أزمتهم بنوع من اللامبالاة على خلاف أبناء الغرب الذين يمكن أن يشاغبوا ويتذمروا في مواجهة الأزمة. (المترجم)

البنك المركزي الياباني هو البنك الوحيد بين البنوك المركزية الكبرى كلها الذي اضطر إلى أن ينشغل طوال تسعينيات القرن الماضي، بمشكلة النقود كقضية عملية أكثر منها نظرية. وكانت هذه المشاكل التي واجهتها المنظومة المصرفية لهذا البنك وطريقة استجابته لها هي أول مشاكل من نوعها يواجهها ويتصدى لها اقتصاد متقدم كبير في العالم الحديث. وقد كان الإضرار بالمنظومة النقدية لأكثر بلاد العالم تقدمًا يعني- تقريبًا- أن المشاكل والارتباكات المالية ستؤثر بقوة في مجال اتخاذ القرارات السياسية في مختلف أرجاء العالم في المستقبل الذي يمكن التنبؤ به. إن النقود تواجه في كل مكان أزمة لها دلالتها.

وفي ٢٥ ديسمبر ١٩٨٩، يوم أن كان الاقتصاد شديد السخونة، رفع البنك المركزي الياباني في عهد مديره الجديد ياسوشي مينو **Yasushi Mieno** أسعار الفائدة بقيمة ٥٠ نقطة ليصل المعدل إلى ٤,٢٥ بالمئة. وكان هذا القرار بمثابة علامة على بداية ما لا يقل عن تسعة عشر عامًا من المعاناة الاقتصادية وعدم اليقين الاجتماعي في اليابان.

قال وزير المالية ريوتارو هاشيموتو **Ryutaro Hashimoto** أن رفع السعر 'سيساعد على استقرار الأسعار عن طريق التحكم في الضغوط التضخمية وعلى تعزيز النمو الاقتصادي الذي تتطلبه الحاجة المحلية'. فقد كان الاقتصاد الياباني يتطور بقوة منذ السنوات الأولى من الثمانينيات، وكانت الأسعار في سوق الأوراق المالية وسوق العقارات تتزايد. في البداية تغاضى مؤشر نيكي **Nikkei** لأسعار الأوراق المالية عن الارتفاع في هذه الأسعار وسجل رقم ٣٨,٩١٥ باعتباره الرقم القياسي في ٢٩ ديسمبر ١٩٨٩

بعد أيام قليلة من ارتفاع أسعار الأوراق المالية؛ لكن المؤشر سجل انخفاضًا في أغسطس ١٩٨٩ بنسبة ٦٣ بالمئة ليصل إلى ١٤،١٩٤. وعلى ذلك فقد بدأ 'العقد المفقود' في اليابان يتسم بضغوط مصرفية متزايدة، وارتفاع في نسب البطالة، وزيادات هائلة في الإنفاق الحكومي، وتوقف النمو تقريبًا.

شهدنا أن الركود الياباني الذي أعقب انفجار 'اقتصاد الفقاعة' ينتشر عبر تايلند والنظم الاقتصادية البازغة الأخرى وأنه على صلة غير مباشرة مع الأزمة العالمية الحالية. فقد أجبر رد فعل سياسة البنك المركزي الياباني الاستثمار المحلي للبحث عن أنشطة استثمارية بالخارج، وشجع المقترضين الدوليين على النظر إلى اليابان باعتبارها البلد الذي يزودهم بالموارد المالية. ونظرًا لعدم وجود فرص إقراض جاذبة في كل اليابان تقريبًا، بحثت البنوك والأُسر عن العائدات الأعلى في البلاد الأخرى. ويبدو أن السياسة اليابانية قد قامت بتصدير 'الفقاعة' إلى أمريكا وأوروبا. والواقع أن الإجراءات التي اتخذت بلا جدوى لمعالجة الموقف، وكذلك خيبة الأمل لدى كلٍ من اليابانيين أنفسهم وشركائهم التجاريين، قد تشير أيضًا إلى أن ثمة مشاكل كان لابد أن تحدث اليوم في مجال التسوية المالية.

مصادر الأزمة المصرفية اليابانية

مثل كثير من الأزمات، جاءت الأزمة المالية اليابانية في أعقاب رفع القيود المصرفية، الأمر الذي أدخل منتجات مالية جديدة إلى الشركات. وكانت المنشآت اليابانية قد تحولت منذ بداية الثمانينيات إلى استخدام السندات

في تمويل نفسها، وذلك تجنبًا للقروض المصرفية التي كانت تمثل المصدر الرئيسي للتمويل. وبدءًا من عام ١٩٩١، أصبحت نسبة ٢٤,٥ بالمئة من تمويل المنشآت ترد من إصدار السندات، وهي زيادة ضخمة قياسًا إلى ٣,٦ بالمئة من التمويل الذي تم ضمانه عام ١٩٨٤ بالسندات. وللأسف، ونتيجة لتزايد إصدار السندات، فقدت البنوك اليابانية الموارد الثابتة التي كان يتم تحصيلها كعائدات على القروض. ولفترة قصيرة، ساعد ارتفاع أسعار العقارات والأوراق المالية على توفير عمل بديل عن طريق الإقراض من أجل الاستثمار والبناء.

أثر 'العولمة' على اقتصاد اليابان

ارتباط العولمة بالأزمات المالية هو الموضوع الذي يتردد صداه في كل صفحة من صفحات هذا الكتاب. كما أن ظهور صناعة تحويلية في المناطق الحرة في بلاد آسيوية، مثل ماليزيا وتايلندا، لعب دورًا في تقويض دعائم العلاقات الاقتصادية في اليابان، الأمر الذي أدى فيما بعد إلى المشاكل المالية اليابانية.

وغالبًا ما كان يتم ترتيب إجراءات الشركات اليابانية في كيرتسو **Keiretsu**، وهي مجموعة مترابطة من الشبكات العنكبوتية تشمل ممولين ومنتجًا مسيطرًا بالمركز، ومعهم بصفة دائمة بنك محجوز عليه **bank attached**. وحينما تنامت التجارة العالمية في الثمانينيات، وجد الممولون

داخل كيرتسو أن من الصعوبة بمكان أن يتنافسوا مع أصحاب المصانع في جنوب شرق آسيا. وشهدت صناعة الإلكترونيات اليابانية انصراف الممولين الصغار من كيرتسو في أوائل التسعينيات بسبب التنافس الأجنبي. وانخفضت صادرات السلع الإلكترونية اليابانية تدريجيًا. فبحلول عام ١٩٩٠، كانت الواردات من السلع الإلكترونية تزيد بنحو ٢٠ بالمئة عن الصادرات، وذلك على عكس ما كان يجري في منتصف الثمانينيات. وبحلول عام ٢٠٠٠، كانت الواردات تساوي نصف قيمة الصادرات. لقد تم إضعاف مراكز الممولين اليابانيين، وبدأ الممولون في كيرتسو يتساقطون نتيجة التراجع الاقتصادي في أعقاب اقتصاد 'الفقاعة' عام ١٩٨٩. لكن علاقات هؤلاء الممولين الطويلة الأمد بالبنوك شجعتهم على مواصلة الإقراض لهذه الشركات برغم وضعها المالي غير المستقر؛ بل كان العديد منها يعاني - في الواقع- من الإفلاس.

لم تبد بنوك اليابان في البداية أي اهتمام بالسوق المالية المتراجعة والمشاكل داخل شبكة كيرتسو برغم استمرار ارتفاع أسعار العقارات. وبدافع من قلقها الشديد على انتقال الفقاعة من إحدى فئات الأصول إلى فئة أخرى، قامت الحكومة بإلغاء قروض العقارات. ومن عام ١٩٩٠ فصاعدًا، هبطت أسعار العقارات والأسهم معًا بصورة كارثية. وبين عامي ١٩٩١ و١٩٩٨، انخفضت قيم العقارات إلى النصف.

أخيرًا، أصبحت تقديرات التراجع الاقتصادي أقل من أيّ

خفض أجرته البنوك في قيم الميزانية العامة في كل تاريخها

وأخيرًا، أصبحت تقديرات التراجع الاقتصادي أقل من أيّ خفض أجرته البنوك في قيم الميزانية العامة في كل تاريخها. وفي المقابل، حاولت بنوك كثيرة أن تزيد من رأسمالها لتعويض خسائرها. لكن المدهش أن إدارة البنك الياباني أعاقت زيادة رأس المال بسبب ما شهدته أسهمه المنخفضة السعر من قبل.

وبسبب افتقارها إلى رأس المال، قامت البنوك بمد أجل القروض، والتوسع في السحب على المكشوف، وتسهيل شروط السداد، وتيسير قواعد الإقراض. وعلى سبيل المثال، فإن مؤسستين ضعيفتين (مؤسسة أنزن للقرض التعاوني **Anzen Credit Cooperative**، ومؤسسة طوكيو كيووا للقرض التعاوني **Tokyo Kyowa Credit Cooperative**) قامتا بمضاعفة عمليات الإقراض والإيداع تقريبًا بين عامي ١٩٩٢ و١٩٩٤ في محاولة لتحقيق أرباح. وفي مغامرة خطيرة مماثلة من أجل تحقيق مكاسب كبيرة، رفع مصدرو الرهن العقاري في الأشهر الأخيرة من عام ٢٠٠٦ قيمة قروض الرهن لمجرد الحصول على رسوم لتغطية الارتفاع في التكاليف. وقد انتهت كلتا الإستراتيجيتين إلى الفشل.

وفي عام ١٩٩٥، تحركت وزارة المالية اليابانية لتصفية سبع شركات للقروض السكنية (**Jusen**) وهي الشركات التي تعرضت لأضرار القروض المتعثرة– ومن المفترض أن ذلك هو بداية التعامل مع الأزمة. لكن ذلك كان بطيئًا حتى بالمعايير اليابانية. لقد استغرق بناء جهاز للتصفيات عامين كاملين– جهاز إدارة القروض السكنية **Housing Loan Administration Corporation**.

وفي نهاية المطاف، أدت المشاكل العميقة في العديد من بنوكها إلى دخول اليابان عام ١٩٩٧ في حالة من الركود الطويل امتدت لعقد من الزمن. وقد فقدت اليابان ١٥-١٧ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي المتوقع خلال ١٠ سنوات. وإذا كانت هناك شكوك لدى أيّ شخص حول مدى خطورة الأزمات المصرفية في البلاد المتقدمة اقتصاديًّا، فإنه ينبغي عليه أن يتأمل تجربة اليابان.

الأزمة الآسيوية: الإفلات من الأزمة المالية والكارثة الإقليمية

أدخلت الأزمة الآسيوية لأعوام ٧٨ – ١٩٩٧ مجموعة أخرى من المشاكل التي استشرت في جنبات الاقتصاد الياباني. وقد نبه السياسيون اليابانيون إلى احتمال حدوث ركود اقتصادي إقليمي، واقترحوا أن يقوم صندوق النقد الآسيوي بتدبير ١٠٠ مليار دولار لمساعدة النظم الاقتصادية للنمور الآسيوية المتضررة. لكن وزير الخزانة الأمريكي روبرت روبين كان يعتقد أن مثل هذا التمويل سيؤدي إلى تقويض نفوذ واشنطن في المنطقة، واعترض على هذه الفكرة باستخدام حق النقض (الفيتو). وقبلت اليابان بتسوية مؤلمة، وهي الآن مثقلة بخسائرها في جنوب شرقي آسيا. وكنتيجة غير مباشرة لأزمة العملات الآسيوية، عجزت شركة سانيو للأوراق المالية عن تسديد ديونها في نوفمبر ١٩٩٧، وطلبت من الدائنين حمايتها.

واتسع تأثير الضربة القاضية للأزمة الآسيوية من خلال أسواق المال اليابانية التي كانت تمثل مصدرًا لمعظم القروض. وانخفضت عمليات

الإقراض بين البنوك بصورة حادة، وانهارت السيولة في المنظومة المصرفية اليابانية. وسارع المسئولون اليابانيون أخيرًا إلى اتخاذ إجراءات. ففي سبتمبر ١٩٩٧، وجهت وزارة المالية أوامرها إلى كل من بنك هوكايدو تاكوشوكو **Hokkaido Takushoku** وشركة يامايتشي للأوراق المالية **Yamaichi Securities** لتعليق العمليات.

عجز هوكايدو تاكوشوكو، الضحية الأولى في العمل المصرفي التجاري في اليابان، كان له أثر بالغ على جزيرة هوكايدو حيث أقرض البنك نحو ٦٠ بالمئة من الأنشطة التجارية. وهوكايدو هي الجزيرة التي تقع في أقصى شمال الجزر الأربعة الكبرى في اليابان. وتتم المسافة بينها وبين طوكيو، وهيمنة الزراعة، وطقسها الشتويّ البارد عن أنها اعتادت على الاعتماد على المساعدات الحكومية وعلى مشاريع البنية الأساسية. وقد أدى الركود الياباني فعلا إلى تشجيع البناء في هوكايدو باعتباره الحل الشافي لمشاكل الجزيرة، وإلى تفاقم انهيار الملكية العقارية عند حدوثه. وعندما انهار بنك هوكايدو تاكوشوكو، أعقبت هذا الانهيار سلسلة متلاحقة من حالات الإفلاس، وكان ثلث هذه الحالات بين شركات المقاولات.

العلاج بعد فوات الأوان: أسوأ من عدم العلاج بالمرة

أوصد المسئولون اليابانيون باب الإسطبل بعد أن كان الحصان قد خرج منه بوقت طويل. وكان قد تم وضع قوانين عام ١٩٩٧ بغرض 'ضمان سلامة المؤسسات المالية'. ومن أجل وضع القواعد في موضعها الصحيح

قبل أن تبدأ الأزمة المصرفية، كان يتعين على المسئولين اليابانيين أن يسارعوا إلى قيد القروض المتعثرة بقيم أقل. لكن وضع القواعد الذي جاء متأخرًا عن موعده جعل الأمور أكثر سوءًا. وبالطبع، فإن خطر قواعد جديدة يعمل الآن على عرقلة التعافي في بلاد الغرب.

وتسبب وضع القواعد اليابانية في حدوث مشاكل على الفور. فقد كانت هناك علامات مبكرة على المسارعة إلى سحب الودائع من البنوك الضعيفة، فاضطرت وزارة المالية إلى ضمان جميع ودائع العملتين المحلية والأجنبية في حسابات البنك التجاري. ومنذ ذلك الوقت، تعين على الحكومة أن تقدم مساعداتها للقطاع بكامله. وقد أجبر نفس هذا النوع من التصعيد كلاً من الحكومات الأمريكية والبريطانية والأوروبية إلى المزيد من الإجراءات في خريف عام ٢٠٠٨.

لقد تصاعدت ضغوط واشنطن على طوكيو لإصلاح بنوكها بعد أن تخلفت روسيا عن سداد الديون الحكومية في ١٧ أغسطس ١٩٩٨. وكان من المفترض أن تتم الموافقة على اتفاقية الحكومة اليابانية لصالح البنوك في الوقت المحدد للقاء رئيس الوزراء كيزو أوبوتشي **Keizo Obuchi** مع الرئيس الأمريكي بيل كلينتون. وقبل يومين من هذا اللقاء، في ٢٠ سبتمبر ١٩٩٨، استطاعت مجموعة من بنوك الاستثمار وصندوق الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك أن تسترد رأس المال طويل الأجل الخاص بصناديق المضاربة. كان التزايد في اضطراب السوق شديدًا جدًا. ولذلك، وفي غضون

شهر واحد تم الاتفاق على أن يقوم اليابانيون باسترداد ٥١٠ مليارات دولار؛ وأدت عمليات إعادة الرسملة، وحماية الودائع وحيازتها، وتمويل القروض المتعثرة، إلى قيام المجلس التشريعي بتخصيص أموال تقدر بنحو ١٢ بالمئة من إجمالي الناتج المحلي الياباني. ولا شك في أن المعالجة المتأخرة لمشاكل البنوك كلف اليابانيين أكثر من أيّ شيء آخر. لقد شهد التعامل مع البنوك تاريخًا من الرفض، والمراوغة، والمزيد من الرفض والأمل ثم الخوف. وكان أحد المظاهر الأدعى للأمل بالنسبة لأزمة ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ هو مسارعة الحكومات الغربية إلى تدارك المشكلة ومعالجتها. ومع أن هذا لا يعني أن عواقب هذه المشكلة ستكون أقل حدة من عواقب مشكلة اليابان، فإنه مع ذلك يعدُّ هذا بدايةً جيدة.

الخفض المتدرج لأسعار الفائدة: أثره الكبير وتدفق الأموال

أشارت السنوات الأخيرة من تسعينيات القرن العشرين إلى أن المشاكل ستكون أسوأ وستشمل عالم المال كله ولن يكون هناك حل لهذه المشاكل. وأدى انهيار فقاعة الإنترنت في عام ٢٠٠١ إلى تهديد الاقتصاد الياباني بفترة ركود ثانية. وأصبح الاقتصاد مُعرّضًا لخطر انخفاض عملته. وبدأت الأسعار تنخفض فعلا، كما بدأت مبيعات التجزئة في الانخفاض. وقد كان من الضروري وقف هذا العبث، وتشجيع الأُسر على الإنفاق من جديد.

اعتقد المستهلكون أن تجار التجزئة القلقين

سيبيعون مستقبلا بسعر أقل فأحجموا عن الشراء

بدايةً، أكد البنك المركزي الياباني من جديد التزامه بأسعار فائدة منخفضة جدًا. وانخفضت معدلات الفائدة من سقف ٨,٣ بالمئة عام ١٩٩١ إلى الصفر من الناحية العملية عام ١٩٩٨. وكان يتعين أن تبقى معدلات الفائدة عند نقطة تقترب من الصفر خلال السنوات العشر التالية على الأقل. لكن المستهلكين بدلا من تشجيع الإنفاق، اعتقدوا أن تجار التجزئة القلقين سيبيعون مستقبلا بسعر أقل فأحجموا عن الشراء. وقد انخفضت أسعار التجزئة بصورة متواصلة تقريبًا بدءًا من منتصف التسعينيات وحتى عام ٢٠٠٣. ولأنه لم يكن في مستطاع البنك المركزي الياباني خفض أسعار الفائدة الرسمية دون الصفر، فقد بدأ هذا البنك بالمقابل في انتهاج سياسة 'الخفض المتدرج' لأسعار الفائدة، تلك السياسة التي زادت بموجبها الأموال المحتجزة لحساب البنوك في البنك المركزي زيادة هائلة على أمل أن تزيد هذه الأموال من شهية المخاطرة، وتثير الأمل في ارتفاع الأسعار مستقبلا.

بدأت هذه السياسة في مارس ٢٠٠١ عندما تحول البنك المركزي الياباني من التركيز على مستوى معدل الفائدة- الذي كان يدور حول الصفر- إلى النظر إلى كمية المال باعتبارها هدفًا في الاقتصاد الياباني. وقد أغرق البنك المركزي المنظومة المالية في السيولة وأعلن التزامه بمواصلة سياسة 'الخفض المتدرج' لأسعار الفائدة إلى أن يتجه مؤشر 'دليل أسعار المستهلك (باستثناء السلع القابلة للفساد على صعيد الإحصائيات الواسعة النطاق) نحو نقطة الصفر بالمئة بصورة ثابتة، أو يسجل زيادة سنوية'.

وقد ارتفعت أرصدة الحسابات الجارية التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي من ٤ تريليون ين (حوالي ٤٠ مليار دولار) إلى ٣٣ تريليون ين (حوالي ٣٣٠ مليار دولار)، وضخ البنك المركزي الياباني ما يعادل ٥ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي داخل المنظومة المصرفية على أمل أن تنقلها البنوك في نهاية المطاف إلى عملائها. ومع مرور الوقت، تسببت هذه السياسة في زيادة المعروض من النقود اليابانية بنحو ٦٠ تريليون ين. ورُئي في عام ٢٠٠٩ أن من الضروري أن يكون هناك حل مماثل في النظم الاقتصادية الغربية. فاقتفى بنك أوف إنجلند أولا، ثم بنك الاحتياطي الفيدرالي، وبعدهما البنك الوطني السويسري، أثر الطريق الذي سارت فيه اليابان عام ٢٠٠١. بدأت هذه البنوك السير في الطريق نفسه في وقت مبكر جدًا من الدورة الاقتصادية دون توانٍ، كما فعل البنك المركزي الياباني، لإدراكها أن الانكماش الاقتصادي لا يحدث في بلد واحد فقط في هذه المرة، بل على مستوى العالم ككل. وقد اتضح للبنك المركزي الياباني والبنوك المركزية الأخرى كلها أن البنوك بحاجة إلى استعادة الأموال التي اختفت عقب انفجار فقاعة الائتمان.

تواصلت سياسة الخفض المتدرج لأسعار الفائدة التي اتبعها البنك المركزي الياباني حتى مارس ٢٠٠٦. وفي خلال تلك السنوات الخمس، تراجع الانكماش الاقتصادي في اليابان تدريجيًا؛ لكن هذا الانكماش أدى إلى تغيرات عميقة خارج اليابان وداخلها على السواء.

وأدى الخفض المتدرج إلى هجرة تاريخية لرأس المال من اليابان إلى باقي دول العالم. وتشير البيانات التي قدمها البنك للمؤسسات الدولية عقب الخفض المتدرج إلى أن أرصدة البنوك اليابانية الموجودة خارج البلاد قد زادت بمقدار ٩٠٠ مليار دولار على مدى الستة أعوام حتى سبتمبر ٢٠٠٧- وهو ما يزيد حتى عن مجموع الأموال التي أضافتها سياسية الخفض المتدرج. وتنامت الزيادة في القروض الأجنبية بقوة بدءًا من عام ٢٠٠٤ على وجه الخصوص، حيث تزايد رواج قروض الائتمان في الولايات المتحدة. ومن الـ ٩٠٠ مليار دولار التي تم إقراضها خارج البلاد، يبدو أن حوالي ١٧٤ مليار دولار ذهبت إلى صناديق المضاربة.

كيف حدث هذا؟ كيف سمح البنك المركزي الياباني بأن تتحول الأموال التي كان من المفترض أن تساعد الاقتصاد الياباني إلى صناديق أجنبية؟ في الواقع، هذا يشير إلى نمط متكرر من العواقب غير المقصودة لمنظومة التجارة المفتوحة على العالم. فإذا لم تكن هناك فرص للاستثمار داخل بلد ما، فإن الأدعى أن يتم تصدير رأس المال للحصول على عائدات أعلى. المال لا يلتزم بالرغائب والأماني. فلماذا يتعين إقراض اليابانيين الذين أبدوا حماقة اقتصادية في الوقت الذي تدفع فيه البنوك والصناديق الأجنبية أسعار فائدة أعلى؟

إن تدفق الأموال اليابانية إلى دول أخرى غالبًا ما كان كبيرًا جدًّا، مما أدى إلى تشويه سياسة البلدان الصغيرة. وقد تبينا في الفصل السابق أن البنوك المركزية في كل من أستراليا ونيوزيلندا تضررت مرارًا من طوفان سندات اليوريداشي **uridashi** اليابانية، هذه السندات التي أدت إلى خفض أسعار الفائدة في تلك المنظومات الاقتصادية وقللت من أسعار سندات الرهن. وشهد كل من البلدين طفرة في الإسكان جزئيًّا؛ بسبب التكلفة المنخفضة للاقتراض.

وقد أدى تدفق الأموال اليابانية في نهاية المطاف إلى تشويه الاستثمارات في أمريكا، وساهم بشكل مباشر في كارثة الرهن العقاري من خلال منحنيات سطحية في الإنتاج، وهوامش ائتمان مضغوطة، وتزايد أعداد المستثمرين الأمريكيين الذين يخاطرون من أجل الحصول على كل أنواع المنتجات عالية العائد؛ خصوصًا السندات المضمونة برهن الائتمان المنظم ومنتجاته. وبهذه الطريقة، أصبحت هذه الأموال بمثابة رأس مال إدارة الاحتياطيات.

كان هناك اقتناع كامل لدى اليابانيين بأن الأجانب يمكن أن يتصرفوا أفضل منهم. وحين تدفقت الأموال من اليابان، عزز ذلك فكرة أن الأجانب أمامهم فرصة كبيرة لإثبات عدم كفاءتهم.

ضخامة حجم اليابان جعلت الأمور استثنائية. فالانهيار الكارثي للمنظومة المالية اليابانية دفع المدخرين- والمقترضين- للتركيز على الأجانب. وزاد رأس المال الياباني السيولة المتاحة بالدولار في ذات الوقت الذي نفى فيه اليابانيون تعافي منظومتهم المالية.

بنك الاحتياطي الفيدرالي وإنقاذ الإدارة المالية طويلة الأجل من الانهيار

بينت حادثتان وقعتا خلال العشر سنوات التي أعقبت انفجار الفقاعة اليابانية أن بنك الاتحاد الفيدرالي الأمريكي كان أيضًا أحد دوافع النمو الاقتصادي وليس حاميًا للعملة الدولارية. وهاتان الحادثتان هما انهيار الإدارة

المالية طويلة الأجل الخاصة بصناديق المضاربة عام ١٩٩٧، وانفجار فقاعة التجارة الإلكترونية بعد ذلك بنحو ثلاث سنوات. وهاتان الحادثتان اللتان نُظر إليهما في وقت ما باعتبارهما حادثتين منفصلتين، لابد أن نعيد النظر إليهما الآن لنرى أن كلتيهما تميزان أنماطًا من السلوك أصبحت أكثر وضوحا بدءًا من عام ١٩٩٠ فصاعدًا، وساهمت بصورة مباشرة في حدوث الأزمة الحالية.

الإدارة المالية طويلة الأجل LTCM: النشأة والتطور

قام جون ميريويذر **John Meriwether** ، مؤسس الإدارة المالية طويلة الأجل والمشارك الرئيسي فيها، والمدير السابق لوحدة الموازنة في بنك سالمون براذرز **Salmon Brothers** للاستثمار، بتعيين روبرت جي ميرتون **Robert G. Merton** ومايرون شولز **Myron Scholes**، لمشاركته في إنشاء صندوق للمضاربات عام ١٩٩٤. وكان ميرتون الباحث الأول للتمويل في جامعة هارفارد– والمدافع الأشوس عن المشتقات. ولذا فقد لعب ميرتون دورًا رئيسيًا مع شولز في إعداد وسيلة بلاك– شولز **Black-Scholes** للتسعير الذي كان أحد أفضل المستحدثات المالية منذ الثمانينيات. واقتسم شولز وميرتون جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٩٧ في الوقت الذي كانت الأزمة المالية الآسيوية تتفجر فيه. كانت أطروحة ميرتون حول تطوير المشتقات دراسة نظرية؛ والآن فقد جاءت الفرصة لأن تكون أطروحته عملية.

كان المليار دولار مجرد جزء بسيط من الاستثمارات التي تستخدمها الإدارة المالية طويلة الأجل فعليًا

سمحت سمعة الإدارة المالية طويلة الأجل للقائمين عليها أن يفتتحوا أبوابها في عام ١٩٩٤ بمبلغ مليار دولار من أموال المستثمرين. وبواسطة الوسائل المالية، كان المليار دولار مجرد جزء بسيط من الاستثمارات التي تستخدمها الإدارة المالية طويلة الأجل فعليًا في الإستراتيجيات المعروفة باسم 'موازنة القيمة النسبية' **relative value arbitrage**. وذات مرة، وصف شولز هذا الأسلوب الذي يتبعه الصندوق باعتباره 'جني هامش ربح صغير جدًا من الآلاف المؤلفة من التعاملات يبدو كما لو أنه نشل لمبالغ صغيرة من جيوب البعض لا يراه البعض الآخر'. ووفقًا لما ذهب إليه شولز فإن الصندوق كان بحاجة إلى استثمار مبالغ ضخمة، وهي الإستراتيجية التي تطلبت قروضًا ضخمة.

لكن إستراتيجيات الاستثمار التي تم تنفيذها باستخدام الأموال المقترضة لم تكن سوى صورة معقدة من صور' تعاملات التقارب' تحاول الإفادة من التقارب(*) الذي يبدو حتميًا بين الأسواق العالمية، وهو ما يمثل انتصارًا لأفكار تمويل الصفقات التجارية. وبدلا من التخبط في طرق وعرة يمكن

(*) يحدث التقارب **Convergence** حين يتحرك عقد المستحقات الآجلة **Futures Contract** باتجاه سعر السلعة ذات الأسبقية في الدفع. في البداية يكون سعر العقد أعلى بسبب سعر السوق في الزمن **Time Value**. وحين يقترب تاريخ عقد المستحقات الآجلة من نهايته، يتقارب سعر المستحقات الآجلة **Futures Price** والسعر النقدي **Cash Price** ليصبح السعران في النهاية سعرًا واحدًا (في العادة). (المترجم)

القول إن هذا الصندوق كان -منذ البداية- جزءًا من عملية واسعة من عمليات التنافس الدولي نشأت بطرق مختلفة داخل صناديق الأسواق البازغة وعملية الإقراض الدولي.

في عامها الأول (١٩٩٥)، قام صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل بتوزيع صافي عائد ضخم يقدر بنحو ٤٣ بالمئة. وقد طالب المستثمرون بالمشاركة في هذه العملية. وارتفع رأس المال المستثمر في الأسهم من مليار دولار إلى ٣,٦ مليار دولار. واستلزمت الزيادة في عدد المستثمرين زيادة في تحقيق عائدات مماثلة؛ وبنهاية ذلك العام، أصبح الصندوق يحتكم في أصول تقدر بنحو ١٠٢ مليار دولار عن طريق اقتراض ٢٨ دولارًا مقابل كل دولار يتم استثماره. واستمر هذا النموذج في العام التالي.

وفي نهاية عام ١٩٩٦، كان صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل يمتلك من الأسهم ما يصل إلى ٤,٥ مليار دولار من الأصول الخاضعة للرقابة وقدرها ١٤٠ مليار دولار- باقتراض ٣٠ دولارًا مقابل كل دولار يتم استثماره. وبلغ صافي العائدات في ذلك العام نحو ٤١ بالمئة. لقد كان الاقتراض هائلا، والمخاطر عالية، لكن لا أحد يعبأ بالخطر حينما يبدو أن العائدات مستقرة وعالية.

'التقارب': المبادئ السياسية والأرباح

كان الأمر ينطوي على إهمال تكلفته عالية. فالعولمة شجعت كل أنواع الصناديق على الانخراط العارم في نفس إستراتيجية التقارب **convergence**

التي تتبعها الإدارة المالية طويلة الأجل. وحذت البنوك الألمانية حذو أحد البنوك المحلية بالاستثمار في روسيا؛ صناديق تمبليتون Templeton Funds، المتخصصة في الأسواق البازغة، والتي حذت حذو بنك آخر في آسيا. كما أن نجاح الصندوق قد أدى إلى اجتذاب متنافسين متحمسين أدى تنافسهم إلى خفض العائدات المتوقعة. وبالإضافة إلى ذلك، كررت الإدارة المالية طويلة الأجل، بدون قصد، نفس التعامل خلال مختلف الاستثمارات والنظم الاقتصادية المختلفة.

وبدأ رهان الشركاء على 'التقارب' في كل عملية استثمارية تقريبًا. وكانت ثمة أسباب عدة لذلك. فقد كانت وحدة النقدية في أوروبا حافزًا سياسيًّا قويًّا؛ لأن تتوحد أسعار السندات، ولأن تتقارب، في القارة كلها. وقد كان المستثمرون يساندون هذا التعامل منذ عام ١٩٩٤ حين اتضح شيئًا فشيئًا أن العملة الموحدة هي الأساس في جداول الأسعار، وأنها أضافت ملايين الدولارات في الأرباح. وقد استعرض البعض المظاهر السياسية لعمليات 'التقارب' المتضافرة مع المبادئ النظرية للصندوق. وقد بذلت الحكومة الإيطالية بوجه خاص الكثير في سبيل تعزيز التقارب وصولا إلى الوحدة النقدية. ومما لاشك فيه أن الصندوق كان ضالعًا في عملية استثمار أصول الحكومة الإيطالية. وكان ألبرتو جيوڤانيني Alberto Giovannini، الرئيس المشارك لمجلس الخبراء في وزارة الخزانة في روما في الفترة ١٩٩٢-١٩٩٤، يدير البرنامج الدولي لديون إيطاليا، وكان الصندوق قد عين جيوڤانيني في منصب كبير الخبراء الإستراتيجيين.

إن التقارب موضوع حميم لقلب چيوفانيني، ولا يزال تـأثيره علـى الوحدة النقدية الأوروبية جليًا إلى الآن في تقارير فريق چيوفـانيني، وهـو فريق من الخبراء قدم دراسات تخص إزالة الحواجز المالية في منطقة العملة الموحدة. وقد كانت العملة الموحدة تعمل دائمًا على تحقيق التقارب. وعلـى ذلك، فإن التزامن بين الربح الممكن جَنيه في إيطاليا والمطـامح الـسياسية والاقتصادية فيها قد ارتبط بتعاملات صناديق الإدارة المالية طويلة الأجل.

وفي نوفمبر ٢٠٠٧، استطاع چيوفانيني أن يطرح تجربته الأصيلة عن البؤس موضع التنفيذ حين كتب عن الفوضى الناتجة بسبب صكوك الـرهن العقاري:(١)

'عندما يبدأ جميع العملاء في وقت واحد، ولكن بصورة مستقلة، فـي البحث عن السيولة... نتيجة للصدمة... تصبح ميزانية الوسطاء فـي حالـة يرثى لها، حيث لا يكون هناك طلب على شراء الأصول الأقل سيولة، وقـد تؤدي عمليات التسييل المضطرب إلى تهديد الاستقرار المالي..'

ويبدو أن هذا وصف دقيق جدًا لما كان ينبغي ملاحظته في صـناديق الإدارة المالية طويلة الأجل عام ١٩٩٨.

بداية النهاية

بداية من يوليه ١٩٩٧ فصاعدًا، كان خفض سعر الصرف لعملة الـ باهت التايلندي وانتشار الخطر في جميع أنحاء النظم الاقتـصادية البازغـة يمثلان تهديدًا للإدارة المالية طويلة الأجل المكونة مـن صـناديق رفيعـة

المستوى. لكن حدوث النتائج أخذ وقتًا طويلا. فقد بلغت سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة ذروتها في يونيه ١٩٩٨، وأدى اضطراب الأزمة الآسيوية إلى أن تتوقع صناديق مثل الإدارة المالية طويلة الأجل استعادة 'التقارب' سريعًا. وبغض النظر عن التوقع بعهد جديد من الأرباح، شهد عام ١٩٩٨ نهاية هذا الصندوق.

وفي ١٧ أغسطس ١٩٩٨، تم التعاون بين الحكومة الروسية والبنك المركزي الروسي، تحت ضغط أحداث آسيا والمنظومة الضريبية الفاشلة، لإصدار قرار بوقف سداد الديون المستحقة على صفقات الصرف الأجنبي، ولتحويل سندات الدين من جانب واحد إلى استحقاقات طويلة الأجل بقسائم جديدة **new coupons**. وقد أصر الكرملين على أن هذه التدابير لا تعد تهربًا من السداد، لكن المستثمرين فسروا هذه الأنباء باعتبارها تهربا من السداد.

كانت الخسائر أعلى في المؤسسات

الداعمة لإستراتچية 'التقارب'

تفشى فقر السيولة **illiquidity** داخل المنظومة المالية الدولية كلها، وسرعان ما أصاب ذلك الوضع البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة وألمانيا بالقلق. وزادت فروق سعر ودائع ثلاثة أشهر على عائدات السندات الحكومية بصورة حادة في كل من الولايات المتحدة وكندا، ثم في المملكة المتحدة وفرنسا. كما زادت فروق سعر السندات البازغة بشكل حاد. وكانت الخسائر أعلى داخل تلك المؤسسات الداعمة لإستراتچية 'التقارب'. فقد كان

صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل يخسر أمواله منذ شهر مايو، وبعد الخطوة التي اتخذتها روسيا أصبحت الأمور أسوأ كثيرًا. ففي يوم ٢١ أغسطس وحده، خسر الصندوق ٥٥٣ مليون دولار، أي ١٥ بالمئة من أسهمه.

وأصبحت الإدارة المالية طويلة الأجل تعاني الآن من عدم القدرة على حلحلة أوضاعها؛ جزئيًا لأنها كانت ضخمة جدًا، وجزئيًا لأن هذه الأوضاع ذاتها كانت معقدة. ففي عالم يتسم بالتكامل المالي، يكون الفقر في السيولة داخل أحد الصناديق سببًا لأزمة مالية في بلدة صغيرة. وقد عانت تايلند في عام ١٩٩٧ من تراجع في الدعم المالي الذي يوفره رجال بنوكها الأجنبية. وبالمثل، عانت الإدارة المالية طويلة الأجل من تراجع في السيولة التي توفرها البنوك الواقعة على مسافة نصف ساعة في الطريق إلى مانهاتن. وقد كانت سلال الأصول النقدية المقومة بالدولار لدى كل من الإدارة المالية طويلة الأجل وتايلندا، تلك السلال التي يمولها غرباء فقدوا الثقة على حين فجأة في قدرة المقترض على السداد. وعلى الرغم من أن تعداد تايلند كان ٦٤ مليونًا، وكان اقتصاد تايلند ثاني أكبر اقتصاد في جنوب شرقي آسيا، إلا أن الاقتصاد الكلي لتايلند كان مماثلا في قيمته للأصول التي كانت الإدارة المالية طويلة الأجل تديرها.

وكما حدث في الأزمة الآسيوية، كانت الإدارة المالية طويلة الأجل هي التي تقوم بتقدير السيولة التي سرعان ما تبخرت الآن. ومع إدراكها للمشاكل القائمة، طالبت فروع الصندوق بأسعار أعلى من أجل حلحلة الأوضاع التي أدت إلى زيادة خسائر الصندوق. وفي ٢ سبتمبر، كتب ميريوذر

Meriwether رسالة إلى المستثمرين يقول لهم فيها إن الصندوق خسر ٢,٥ مليار دولار في ذلك العام، وهو ما يساوي ٥٢ في المئة من أسهمه. ومازال الصندوق يحتفظ بمحفظة مالية كبيرة. لكنه إن اضطر لبيع الأصول الباقية والتي تساوي ١٢٠ مليار دولار، فإن ذلك سيؤدي إلى إفلاس الصندوق وإلى نشر المشاكل في جميع أرجاء المنظومة المالية.

وفي ٢٣ سبتمبر ١٩٩٨، التقى أربعة عشر من الوسطاء ورجال البنوك من أوروبا والولايات المتحدة في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك مع مديري الإدارة المالية طويلة الأجل واتخذوا إجراءات لإعادة رسملة ٣,٦ مليار دولار. وبعد ستة أيام، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار فائدة الصناديق بنحو ٢٥ وحدة مالية ثم حذت بنوك مركزية أخرى حذو بنك الاحتياطي الفيدرالي فخفضت أسعار الفائدة من تلقاء ذاتها– وبين هذه البنوك بنك أوف إنجلند وبعض البنوك المركزية الأوروبية. لكن الإجراءات المشتركة من أجل وضع حد للهلع فشلت تمامًا. فاضطر المستثمرون الذين كانوا قد اقترضوا بعملة الين إلى وقف إجراءاتهم التي تسببت في ارتفاع سعر العملة اليابانية، الأمر الذي أدى إلى مزيد من الخسائر التي دفعت مستثمرين آخرين إلى خفض استثماراتهم. واستمرت أوضاع الائتمان في التدهور. وحيث إن الأموال النقدية كانت مطلوبة في كل مكان، بدأت أسعار أسواق السندات الحكومية في الانخفاض بدلا من أن ترتفع. وبدأت صناديق المضاربة الأخرى تفلس. وفي ١١ أكتوبر، اضطرت مؤسسة إنجتون لإدارة الأموال في الولايات المتحدة إلى بيع ١,٥ مليار

دولار من سندات الرهن في مزاد علني، وذلك حفاظًا على بقائها في مجال الأعمال التجارية. ويدأ التجار والمستثمرون يقولون إن الأوضاع ستزداد سوءًا ما لم يتم إنقاذ الموقف بإجراء فعال.

بنك الاحتياطي الفيدرالي ينقذ العالم من الخطر

في ١٥ أكتوبر ١٩٩٨، أدى تفاقم مشاكل بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى أن يعلن هذا البنك على غير توقع خفض سعر الفائدة ٢٥ وحدة نقدية. وقد اعترض العديد من أعضاء اللجنة الفيدرالية للأسواق المفتوحة على ذلك، لكنه كان 'مقررًا بصفة عامة اتخاذ تدابير ضد مخاطر ردود أفعال الأسواق وضد ما قد ينجم عن إجراءات التهدئة على استقرار أسواق المال المتقلبة...'[٢] وقد كان ذلك القرار بمثابة السمة المميزة لسياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي على مدى أكثر من عقد من الزمان.

وجاء رد فعل أسواق المال على الفور، فقد ارتفع دليل الأسهم (S&P 500) منذ بدء خفض سعر الصرف تقريبًا حتى نهاية العام ليصل معدل الانخفاض إلى مستويات قياسية. وقلت الفروق بين الأصناف المختلفة من السندات، كما حدث نفس الشيء بالنسبة لتكاليف حقوق الأسهم. أما الخوف فإنه لم يظل فقط هادئًا بل انقلب تمامًا إلى جشع. وبدا أن بنك الاحتياطي الفيدرالي قد أنقذ العالم من الخطر. وفي أثناء اتخاذه لتلك الإجراءات، اعتقد بنك الاحتياطي الفيدرالي أن التذبذب يمكن أن يعالج مستقبلا من خلال خفض معدلات سعر الصرف.

وللإنصاف، كان سلوك بنك الاحتياطي الفيدرالي مثيرًا للشك. فلم يكن واضحًا أن الهلع المالي كان له أدنى أثر في العالم الأوسع. فلماذا، إذن، كان يجري العمل على توزيع معدل خفض سعر الصرف في الوقت الذي لم يشعر فيه الشارع الرئيسي في الولايات المتحدة بوجود أي مشكلة؟ الواقع أن التقرير الرسمي الذي تم توجيهه إلى الإدارة المالية طويلة الأجل لم يفعل شيئًا في مجال تهدئة القلق. وكانت مجموعة العمل التي شكلها الرئيس الأمريكي بشأن أسواق المال[٣] (المعروفة أيضًا باسم 'فريق الحماية من تصاعد المضاربات') هي أول من أذاعت النبأ. وكانت المجموعة تشمل كلاً من روبرت روبين وزير الخزانة، وآرثر ليفيت **Levitt** رئيس لجنة مراقبة عمليات البورصة (SEC)، وهي الهيئة المكلفة بالإشراف على أسواق المال في الولايات المتحدة، وألان جرينسپان رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي. وبعبارة أخرى، فإن نفس الأشخاص المعنيين بخفض سعر الفائدة في بنك الاحتياطي الفيدرالي هم الذين كتبوا ذلك التقرير. ولا عجب، إذن، أن هذه اللجنة قد فشلت في الظهور بصورة محايدة في عملية التقييم.

طرح جرينسپان

أشار التقرير الموجه لصندوق الإدارة المالية طويلة الأجل إلى أن 'القيود المفروضة على الأسواق يمكن تعطيلها في الوقت المناسب حين يصبح المقترضون والمستثمرون أقل قلقًا إزاء المخاطر'. والواقع أن الصندوق الذي

يديره ١٥ شريكًا، كان لديه محفظة مالية بحجم الإنتاج السنوي لدولة تايلندا؛ وربما كان من الواضح أن القيود معطلة. غير أن التقرير فشل في التركيز على هذا الخطر ولم يلتفت إلى أخطار الأوضاع المشابهة داخل البنوك وفي العديد من الصناديق التعاونية وغير ذلك من صناديق المضاربة. وكان صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل هو – أولا وقبل كل شيء– النموذج الأمثل لاضطراب العولمة المالية والميل إلى تكرار الأوضاع الاستثمارية مرات ومرات، لكنه لم يكن فريدًا في نوعه؛ فلماذا لم يضع 'فريق الحماية من تصاعد المضاربات' في اعتباره التداعيات الأوسع نطاقًا؟

وفي ضوء انتعاش سوق الأوراق المالية بعد أن خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة في أكتوبر ١٩٩٨، ثار شك كبير حول الحاجة إلى خفض أسعار الفائدة. وطرح مجموعة من الاقتصاديين صورة محددة لبنك مركزي بوسعه 'أن يقوم بخفض سعر الفائدة أولا ثم يتم مساءلته فيما بعد'. وقد أشار هؤلاء إلى أن المستثمرين يمكن إغراؤهم بالإشارة إلى بنك الاحتياطي الفيدرالي 'يمكنه أن يتخذ إجراءات حاسمة لمنع انهيار السوق وليس لمنع حدوثه... ومن الواضح أن بنك الاحتياطي الفيدرالي كان يمثل لهم الضمانة، وأن نتيجة ذلك تشبه نتيجة خيار البيع...'[٤] ومن هنا جاء خيار جرينسپان الذي تحدث فيه عن اللاتماثل المزعوم في الدفع نحو المخاطرة في وقت تتم فيه محاولة تجاوز الكارثة من خلال خفض معدلات الفائدة.

اعتقد جرينسپان... أن البنوك المركزية

لا يمكنها منع حدوث فقاعات الأصول

المثير للدهشة أن جرينسپان نفسه أقر ذلك، فقد اعتقد أن البنوك المركزية لا يمكنها منع حدوث فقاعات الأصول. وقال إنه يتعين على البنوك المركزية أن تكون مستعدة لتجنب الضرر الاقتصادي واسع النطاق بعد انفجار الفقاعة بدلا من محاولة منع حدوث فقاعات الأصول– وهو الأمر الذي أحس أن بنك اليابان لم يفعله قط. وهكذا أصبحت سياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي معروفة بأنها سياسة تحاول تجنيب اليابان وعكتها الصحية بأي ثمن. وبعد فرض سياسة حازمة من أجل أن تتفادى اليابان مصيرها، تأكد لبنك الاحتياطي الفيدرالي تمامًا أنه كان من الطبيعي أن تخضع اليابان لنفس العواقب.

وقد يعتقد البعض أن إجراءات بنك الاحتياطي الفيدرالي التي أدت إلى تشجيع نوع من الاستثمار المحفوف بالمخاطر مماثلة لتلك الإجراءات التي اتبعها صندوق الإدارة طويلة الأجل لرؤوس الأموال. وقد أشار تقرير بنك التسويات الدولية في وقت لاحق إلى أن التدابير التي اتخذها بنك الاحتياطي الفيدرالي لحلحلة صندوق الإدارة طويلة الأجل لرؤوس الأموال أفادت البنوك 'التي تتمتع بمراكز ملكية تجارية مماثلة لما يتمتع به صندوق المضاربة'. ونظرًا لأن قيم غالبية التداولات الخاسرة التي أجراها صندوق الإدارة طويلة الأجل قد ارتفعت ارتفاعًا كبيرًا بعد عملية الإنقاذ التي أشرف عليها بنك الاحتياطي الفيدرالي وخفض أسعار الفائدة، فإن المؤسسات التي شاركت في

عملية الإنقاذ قد حققت مكاسب كبيرة. لقد تلقت تلك المؤسسات مكافأة خاصة. قال أحد المديرين التنفيذيين لأحد البنوك التي شاركت في عملية الإنقاذ لصحيفة *نيويورك تايمز*(*) 'إنها مجموعة من الظروف القاسية'، ثم أضاف قائلاً: 'نأمل أن تكون هناك فرصة مواتية حتى تنقشع السحابة، بل ونحقق الأرباح من جديد'. وفي المقالة ذاتها، بدا مدير تنفيذي آخر سعيدًا بالفرصة التي واتته لتولى المسئولية: 'الناس يحاولون الاستيلاء على القيمة الماثلة في تلك المحفظة'. ونظرًا لأن محافظ الأوراق المالية لصندوق الإدارة المالية طويلة الأجل لم تمس على مدى الثمانية عشر شهرًا التالية، فإن عائدات الستة عشر بنكًا المشاركة كانت إيجابية في الواقع. أما بالنسبة إلى بنوك الاستثمار الخمسة المشمولة في فريق المراقبة والإشراف، فإن العائدات كانت جيدة بشكل خاص.

كان الدرس الكارثي لتفادى الأزمة قد تحول إلى مناسبة جديدة لتكرار نفس الأوضاع بنفس الرؤية العامة. وكانت الفائدة المصرفية في محفظة الأوراق المالية لصندوق الإدارة المالية طويلة الأجل شهادة للرؤية السائدة التي ترى أن 'التقارب' العالمي كان هدفًا يقينيًا تزعمته أمريكا، بل كان وثيقة مصيرية مزيلة بتوقيع بنك الاحتياطي الفيدرالي. وبعد ذلك بوقت طويل، قال رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي ويليام ماكدونو **William Mcdonough:** 'أعتقد إننا فعلنا الشيء الصحيح، لكنني أدرك بكل تأكيد لماذا يقول آخرون إننا وصلنا إلى نقطة اللاعودة أو تجاوزناها تمامًا'.

من ناحية أخرى، أكد خفض أسعار الفائدة في ١٥ أكتوبر ١٩٩٨ تمامًا على السيطرة العالمية لكل من بنك الاحتياطي الفيدرالي وأمريكا على عالم ما بعد الحرب الباردة. كما أن خفض أسعار الفائدة قد أظهر قدرة بنك الاحتياطي الفيدرالي على تهدئة كل الأسواق خلال فترة الأزمة. ومن قبيل سخرية القدر أن انهيار صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل سلط الضوء على الدور المحوري الذي مارسته أسواق المال الأمريكية على جميع المستثمرين، وهو الدور الذي تزايد خلال العقد الماضي بعد سقوط حائط برلين وكان من الممكن أن تزداد أهمية ذلك الدور لمدى عقد آخر.

جرينسپان وتجارة الإنترنت

كان صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل بمثابة حدث تراچيدي زعزع – لفترة قصيرة – الثقة الأمريكية المتنامية بالنفس. وكان أيضًا بمثابة حدث تراچيدي من الضروري أن يزداد في إدراك أن الملامح الجديدة لواقع ما بعد الحرب الباردة ليست كلها حميدة. فالسلطات المختصة لم تعد تدرك العلاقة بين العولمة غير المتوازنة والاضطراب المالي إلا بصورة غامضة. وغالبًا ما كان رجال البنوك ينظرون إلى صندوق الإدارة طويل الأجل لرءوس المال باعتباره نموذجًا لشخص متغطرس يعيش في عزلة وليس كنموذج لما ستكون عليه شركاتهم بعد عقد من الزمان. أما الحدث التراچيدي الثاني فإنه يدل على أن هناك ابتعادًا عن الهموم التقليدية للبنك المركزي بسبب الزيادة المطردة في أسعار الأسهم خلال أعوام التسعينيات، وهو ما أريد أن أنتقل إليه الآن.

الاقتناع المتزايد لدى جرينسپان بأن هيمنة الاقتصاد الأمريكي تعتمد على المساعدات التي يوفرها أصبح، في وقت لاحق، عنصرًا مهمًا في تهيئة الظروف لفقاعة الائتمان. وكان من الممكن ملاحظة هذا في صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل، لكنه كان أكثر وضوحًا في نظرة رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي لرواج تجارة الإنترنت وركودها. ومنذ مستهل عقد التسعينيات، ظهرت في السوق الأمريكية للأوراق المالية مكاسب السلام الذي رافق سقوط حائط برلين وتنامي الفرص الجديدة للاستثمار. وتزايد نفوذ الدولار في البلدان التي كانت من قبل خارج نطاق شبكة التجارة العالمية؛ الصين، وأوروبا الشرقية، وروسيا، والهند. لكن سطوة الدولار ترجع، بدرجة كبيرة، إلى نقص كفاءة العملات المحلية بصورة ملحوظة– ذلك النقص الذي زاد بصورة مفاجئة بعد الأزمة الآسيوية. وقد منح هذا النقص قوة هائلة لواشنطن. وسمح الأمريكيون ببيع مديونيتهم للأجانب بأسعار فائدة أقل من أي أسعار يمكن تخيلها. وبداية من عام ١٩٩٣ فصاعدًا، بلغت السطوة الأمريكية مستويات جديدة عن طريق الاستغلال التجاري للإنترنت في المقام الأول.

لقد تفوقت الأساليب التجارية الأمريكية في تدبير الموارد المالية. وأضاف المستثمرون الدوليون إلى محفظة الأسهم والديون في سوق المال الأمريكية. وكانت النقود الدولارية مطلوبة ليس فقط لتجنب المخاطر في الأسواق البازغة ولكن لأن المستقبل الأمريكي بدا شديد الثقة بالنفس. وفي ظل هذه الظروف كان من المنطقي أن ترتفع أسعار الأوراق المالية الأمريكية.

جرينسپان يخلط النمو باللاعقلانية

في البداية، بدا جرينسپان معارضًا، ففي أكتوبر ١٩٩٦، قال إن سوق الأوراق المالية ربما تعاني من 'الوفرة اللاعقلانية'. وأصبحت هذه العبارة التعليق الوحيد الأكثر شهرة للرئيس، وبدا أنها تشير إلى قلقه بسبب ارتفاع أسعار الأسهم. لكنها كانت -مع ذلك- الفكرة التي تعين عليه أن يغيرها في السنوات التالية، حتى إذا استمرت أسعار الأسهم في الارتفاع، على حساب سوق الأوراق المالية واقتصاد الولايات المتحدة.

في الواقع، كانت مخاوف جرينسپان متطابقة والتحول الأساسي في تفكيره. وبدءًا من خطاب أكتوبر فصاعدًا، أقنع جرينسپان بأن التغيرات التي حدثت في الاقتصاد كانت تاريخية، وبأن أمريكا يمكن أن تتطلع إلى عصر التوسع والازدهار. لكن قناعته الزائدة في هذا المستقبل الوردي قد امتدت أيضًا إلى النجاحات التي تحققت في مجال التمويل، هذا المجال الذي اعتبره جزءًا من السيادة الأمريكية الأوسع على تكنولوچيا المعلومات. لكن الواقع أن ارتفاع سعر الأسهم كان بعيدًا تمامًا عن أن يكون لا عقلانيًا.

وعلى أية حال، لم يكن من المرغوب فيه دائمًا أن يخرج قطار سوق الأوراق المالية، المدعوم بالسطوة التكنولوچية والسياسية والعسكرية، عن مساره بسبب تعليقات جرينسپان. وقد كان هناك 'تكالب' على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية على مستوى العالم بسبب غموض المضامين التي كان يجري تبادلها خلال الإنترنت. وكان الاقتصاد الأمريكي قد تطور بصورة ضخمة عن طريق تطوير الميزانية الحكومية.

مرّت مرحلة هامّة من مراحل انخفاض معدلات التضخم في عام ١٩٩٨، فقد ارتفعت أسعار نفقات الاستهلاك الفردي بنحو ٠,٨ بالمئة فقط في ذلك العام. وشهدت سوق الأوراق المالية ارتفاعًا كبيرًا في الأسعار حتى برغم المشاكل الناجمة عن الأزمة الآسيوية. ومع نهاية العام، ارتفع مؤشر ناسداك **NASDAQ** إلى أكثر من ٣٩,٦ بالمئة ليضيف عامين من المكاسب القوية. كما أن معدل مؤشر داو چونز الصناعي **Dow Jones Industrial Average** قد ارتفع بنحو ٣٨٠ نقطة في يوم ٩ سبتمبر ١٩٩٨ (وهو ما كان يعتبر حينذاك رقمًا قياسيًّا).

لم يكن من الممكن صرف انتباه العالم الذي يتسع شيئًا فشيئًا ويركز اهتمامه على الأسواق الأمريكية السائلة

حين يتم فحص مكاسب الثلاثة أرباع الأولى من العام في الثلاثة أشهر الأخيرة التي انهار فيها صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل، اتضح أن هناك أضرارًا قليلة لا بد أن تقع في الأجل الطويل بسبب الاضطرابات. وقد ارتفع دليل المزادات (S&P 500) بما يقرب من معدل سنوي مقداره ٢٩ بالمئة حتى نهاية عام ١٩٩٨. ولم يكن من الممكن صرف انتباه العالم الذي يتسع شيئًا فشيئًا ويركز اهتمامه على الأسواق الأمريكية السائلة عن المشاكل القائمة في بلاد نائية. وهكذا استمر الارتفاع في أسعار الأسهم.

قانون للتوسع المالي

في عام ١٩٩٩، استصدر الكونجرس الأمريكي قانونًا بموافقة وزارة الخزانة وبنك الاحتياطي الفيدرالي الذي عانى فيما بعد من تبعات ذلك

القانون. تم إحلال قانون تحديث الخدمات المالية (والمعروف أيضًا باسم قانون جرام- ليتش- بليلي Gram-Leach-Bliley ACT) محل قانون جلاس- إستيجال Glass-Steagal ACT الصادر في ثلاثينيات القرن. وقد كان القانون القديم يحظر تشابك المشاريع التجارية والبنوك وشركات التأمين والسماسرة ومديري التمويل، وذلك لمنع المنظومة المصرفية من استخدام أدواتها وقوتها المالية في تشويه تجارة إصدار الأوراق المالية. ولمدة سنوات، كانت البنوك الأجنبية، وخاصة اليابانية، قادرة على تقديم الخدمات لعملائها الأمريكيين، تلك الخدمات التي لا تستطيع البنوك المحلية توفيرها. لقد وضعت العولمة البنوك الأمريكية في وضع لا تحسد عليه، وسعى قانون جرام- ليتش- بليلي إلى تخليص هذه البنوك من قيودها.

كان هدف القانون الجديد هو التشجيع على التنافس في إطار المنظومة المالية، تلك المنظومة التي كانت قد أصبحت مزدحمة إلى حد كبير. وقد كان هذا التنافس على عمليات التمويل يزيد بشكل دائم تقريبًا من مشاكل معايير الإقراض. وعلى هذا، كان قانون جرام- ليتش- بليلي بمثابة إحدى حلقات السلسلة التي قادت إلى الأزمة.

جرينسپان يقفز على قطار الإنتاج الوفير

في تلك الأثناء، بدا أن تعليقات جرينسپان حول الإنتاج الوفير تنم عن تحوله إلى امتداح الإنتاج الوفير الذي كان قد انبرى لنقده. قال جرينسپان في وقت لاحق: 'كانت فكرتي هي أنه كلما كان العالم قادرًا على استيعاب

تكنولوچيا المعلومات وعلى كيفية استخدامها، نكون قد دخلنا فيما أصبح معروفًا باسم 'الفترة المتطاولة' لخفض التضخم، وخفض أسعار الفائدة، وزيادة الإنتاجية، والتوظيف الكامل للعمالة...'. وأضاف رئيس مجلس الإدارة قائلا: 'ولكنني لاحظت أن عمق مثل هذه التغيرات التكنولوچية واستمرارها يظهران مرة واحدة فقط كل خمسين عامًا أو مئة عام'(٦). لقد كان، على عادته، مصيبًا بشكل عام حتى وإن قلل من شأن الصعوبات الكبيرة التي قد تكون مرتبطة بالتغير التكنولوچي.

وجه جرينسپان تركيزًا كبيرًا على فوائد الإنتاجية التي وجد أنها قد زادت بفضل التكنولوچيا. ويضيف في عام١٩٩٩(٧):

'إذا نظرنا إلى أعوام التسعينيات بعيون عام ٢٠١٠ مثلا، لكان واضحًا لنا طبيعة القوى التي يقلها القطار الآن بصورة أكثر وضوحًا. ويمكننا أن نستنتج- من تلك المرحلة المتميزة- أن الاقتصاد الأمريكي بدأ يشهد منذ مطلع الألفية الثالثة نوعًا من التسارع في التجديد والابتكار لا يمكن أن يحدث إلا مرة واحدة في القرن، الأمر الذي أدى إلى طفرات هائلة في كل من الإنتاجية والمنتجات وأرباح الشركات وأسعار الأوراق المالية وبمعدلات لم نشهدها في أي وقت سابق'.

وقد يكون من حق جرينسپان تمامًا أن يقول لنا ما يظنه بخصوص المعجزة الإنتاجية في الوقت الحالي الذي نقترب فيه من عام ٢٠١٠. لكن أمريكا، في الواقع، بحاجة لمقدار هائل من الإنتاجية لاستعادة الثروة التي فقدتها نتيجة الأزمة المالية.

مشكلة عام ٢٠٠٠ (Y2K): انهيار النسخة (١,٠) المعدلة

حين نعود ببصرنا إلى الوراء، نجد أنه كان هناك دائمًا للطفرة التكنولوچية في السنوات الأخيرة من تسعينيات القرن ٢٠ تاريخ مختصر(*) يشمله الرقم الدال على رأس السنة لعام ٢٠٠٠. وكان هناك تخوف من أن يحدث التحول إلى التاريخ الميلادي لعام ٢٠٠٠ انهيارًا في برامج الكمبيوتر القديمة(**) ما لم يكن في إمكان هذه البرامج تحديد التاريخ بصورة صحيحة. وكان بنك الاحتياطي الفيدرالي بين أكبر المتحمسين للإنفاق من أجل إصلاح هذه المشكلة.

ومن جديد، واجه بنك الاحتياطي الفيدرالي هذه المشكلة بمساعدة أسعار الفائدة المنخفضة. فقد ضخ بنك الاحتياطي الفيدرالي قبل العام الجديد ١٠٠ مليار دولار خلال اتفاقات إعادة الشراء **repurchase agreements**(٨)- وهو مبلغ كبير بصورة غير عادية. وكانت هذه سياسة تم العمل بموجبها بعد هجمات سبتمبر ٢٠٠١ الإرهابية، وكذلك في عام ٢٠٠٧ عندما بدأت أزمة الائتمان. وفي الأيام السابقة على الألفية، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي أيضًا بوضع خزائن نقدية في كل أنحاء الولايات المتحدة حتى لا تصل المنظومة المصرفية إلى منظومات المدفوعات القومية.

(*) كأن نقول (مثلاً): ٠١ أو ٠٢ أو ٠٣، أو ثورة ٥٢، أو حرب ٦٧، أو حرب ٧٣ وهكذا، اختصارًا للأعوام ٢٠٠١، ٢٠٠٢، ٢٠٠٣ ... إلخ. وقد كانت هذه الأرقام تشير في برامج الكمبيوتر إلى أعوام ١٩٠١، ١٩٠٢، ١٩٠٣، هكذا. ويشير الحرف K إلى الحرف الأول في الأبجدية اليونانية. (المترجم)

(**) أي التحول من التاريخ الدال على سنوات القرن العشرين (١٩٠٠-١٩٩٩) إلى التاريخ الدال على سنوات القرن الحادي والعشرين (٢٠٠٠-...). المترجم

في هذه المناسبة، لم تواجه احتفالات الألفية إلا مشاكل طفيفة. فقد أصدرت شركة تليكوم إيطاليا **Telecom Italia** فواتير أول شهرين من عام ٢٠٠٠ بالتاريخ الخاطئ، وتوقفت منظومة تذاكر شركة الحافلات الأسترالية عن العمل. ولم يحدث أيّ شيء آخر غير ذلك. لم تكن هناك مشكلة حقيقية حتى بين الأنظمة التي لم تفعل شيئًا في شأن التصحيح- مثل منظومة الحاسبات المدرسية في الولايات المتّحدة.

لا شك في أن الموعد النهائي والتشجيع الرسمي

قد أديا إلى زيادة الإنفاق على المبرمجين

لقد تراوحت التكلفة الإجمالية لإصلاح المشكلة بين ٣٠٠ مليار دولار و٦٠٠ مليار دولار؛ تم إنفاق الكثير منه عام ١٩٩٩ حين وصلت طفرة التكنولوچيا إلى ذروتها. لقد تم إنفاق مبالغ كبيرة لإصلاح خلل الألفية، فهل أضاف هذا الإنفاق شيئًا إلى مرحلة 'الهوس' الأخير لفقاعة الإنترنت؟ يبدو أن ذلك محتمل. ولا شك في أن الموعد النهائي والتشجيع الرسمي قد أديا إلى زيادة الإنفاق على المبرمجين، وكذلك الإنفاق على تكنولوچيا المعلومات بشكل عام. فقد تزامنت الزيادة الأخيرة في ثمن أسهم الإنترنت والاتجاه إلى إصلاح الخلل. ويبدو أن من المحتمل جدًّا أن مثل هذه التكاليف قد أدت إلى المبالغة الشديدة في تقدير قيمة أسواق الأوراق المالية.

وقد كانت لعملية الإصلاح نتائج أخرى أيضًا. فنظرًا لنقص عدد المبرمجين، بدأت الشركات الأمرّيكية في نقل الأعمال الشاقة إلى الخارج،

خصوصًا إلى الهند وإسرائيل وأيرلندا. لقد أدى الطلب على تكنولوچيا المعلومات إلى الاستعانة بمصادر خارجية. وأعطى الموعد النهائي للألفية دفعة كبيرة لصناعة الخدمات العالمية؛ وهذا مثال آخر للعلاقة بين سيولة الأسواق والعولمة.

ومن أول يناير ٢٠٠٠، لم تكن هناك حاجة إلى مزيد من الإنفاق؛ بل وكانت تكنولوچيا المعلومات، كقطاع، تحتفي بالمناسبة السعيدة. ولكن كلما دقت أجراس عيد رأس السنة الجديدة لعام ٢٠٠٠، اشتدت حاجة القطاع إلى المسارعة في عمليات الإصلاح وتضييق حيز المعوقات.

التراجع في القرن الجديد

وسرعان ما يتم تناقل الأنباء السيئة. ففي يناير ٢٠٠٠ قامت شركة أمازون لتجارة الإنترنت **Amazon.com** بتسريح الموظفين نظرًا لتزايد التكاليف على حين أن العائدات أصبحت راكدة. وقد نشرت مجلة *بارون* **Barron** في مارس ٢٠٠٠ قائمة بأسماء ٥١ شركة للإنترنت تنتظر انغلاق أبوابها بسبب 'نضوب النقود السائلة' حيث كانت أموال الشركات قد نضبت تمامًا. لقد كان 'المولد' قد انفض تمامًا.

بدأت سوق الأوراق المالية تغير أيضًا في اتجاهاتها. وكان شهر أبريل شهرًا متقلبًا بصورة خاصة. فقد أعلنت الحكومة بصورة رسمية أن ميكروسوفت شركة 'احتكارية'. فهبطت أسهم شركة ميكروسوفت هبوطًا

مفاجئًا، وشهد مؤشر ناسداك أسوأ أيامه حيث انخفض بنسبة ١٠ بالمئة. وكانت هذه هي بداية الهبوط لجميع الأسهم، خصوصًا أسهم شركات التكنولوچيا. ومع نهاية الشهر، انخفض مؤشر ناسداك بمقدار الثلث. ولم تكن شركات تجارة الإنترنت فقط هي الشركات التي تأثرت؛ فقد تأثرت شركات قطاع المعلومات ككل، جزئيًا كرد فعل لانخفاض استثمارات تكنولوچيا المعلومات بعد الألفية. وبعد مثل هذا الصعود، لم يغب عن البال شبح الهبوط والركود الاقتصادي الطويل الأمد في اليابان.

'آي لاڤ يو' I LoveYou: ڤيروس إلكتروني جديد

انتشر ڤيروس 'آي لاڤ يو' (أنا أحبك) في جميع أنحاء العالم في أربع وعشرين ساعة فقط. وعلى مدى رحلته، قام هذا الڤيروس بتحطيم حواسب مقرات البرلمان في المملكة المتحدة وأشيع أنه تسبب في قيام وكالة الاستخبارات المركزية CIA بإغلاق المنظومات في بريدها الإلكتروني. لقد أصبحت التكنولوچيا شأنًا من شئون الأمن القومي. وأشارت التقديرات إلى أن الڤيروس تسبب في تلفيات تقدر بنحو ٥,٥ مليار دولار.

لقد كان جرينسپان يركز على جانب واحد فقط من فوائد التحول التكنولوچي. لكن انغلاق شركات تجارة الإنترنت والإنفاقات العالية لمواجهة مشكلة عام ٢٠٠٠ (Y2K) وانتشار ڤيروس 'آي لاڤ يو' أظهرت جانبًا مظلمًا غير محمود للتكنولوچيا. ومن عام ٢٠٠٠ فصاعدًا، كان من الواضح أن الترابط على نطاق العالم قد اجتلب الثروة ولكنه اجتلب معها في نفس

الوقت الإسراف، وأعمال الإصلاح المبدد للوقت، وعدم الكفاءة، وما لا يعتمد عليه من معلومات. لقد تم اكتشاف قدر هائل من التبديد في الاستثمار حين انهارت الأسهم وتركت البنية الأساسية من الألياف البصرية الجديدة مهجورة بسبب قلة النشاط التجاري.

مركز الاهتمام يتحول

واصل جرينسپان ثناءه على مكاسب الإنتاجية خلال عام ٢٠٠٠ بفضل التكنولوچيا. لكن عامًا كاملا من انهيار الأسواق أدى إلى تقويض ما ذهب إليه رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي. وكان جرينسپان قد ذكر أن الإنتاجية زادت ١٤٥ ضعفًا في عام ٢٠٠٠، وأنها زادت ٢٤ ضعفًا فقط في عام ٢٠٠١. فعلى الرغم من التفاؤل الذي لا حدود له الذي عبَّر عنه جرينسپان منذ عام واحد فقط من 'التسارع الذي لا يحدث إلا مرة واحدة في القرن في التجديد والابتكار... في الإنتاجية والمنتجات وأرباح الشركات وأسعار الأوراق المالية...' فإن الاقتصاد يواجه الآن حالة من الركود. ولكى يجنب رؤيته مغبة المستقبل الذي لا حدود لتوقعاته، كان رئيس مجلس الإدارة في حاجة إلى منقذ ينقذ المستهلك، ووجد ضالته فيمن يقترضون صكوك الرهن، أولئك الذين استجابوا لتخفيضه لأسعار الفائدة.

بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي في الأسبوع الأول من السنة الجديدة (عام ٢٠٠١) بخفض غير مدرج في جدول أسعار الفائدة، وهو أول خفض يتم بين اجتماعات المجلس دون أن يتم إدراجه جداول منذ صندوق الإدارة المالية

طويلة الأجل. وقد جاء خفض سعر الفائدة بمجرد أن بدأ تشغيل العمالة يتزايد بصورة مطردة في مختلف قطاعات الاقتصاد. لكن معدل البطالة زاد على مدى العامين التاليين من ٤ بالمئة في ديسمبر ٢٠٠٠ إلى ٦,٣ بالمئة في منتصف عام ٢٠٠٢.

لقد استمر بنك الاحتياطي الفيدرالي في خفض أسعار الفائدة في أوائل عام ٢٠٠١. واستند البنك المركزي في اتخاذ قراراته على عاملين: تزايد أعداد من لا وظيفة لهم، وضعف أداء سوق المال. أي إن انخفاض السيولة في السوق كان يقابله ارتفاع في سيولة البنك المركزي.

سبتمبر ٢٠٠١

وفي ١١ سبتمبر ٢٠٠١، ألقت المشاكل الاقتصادية ظلالها القاتمة وتفاقمت بصورة واضحة بسبب الهجمات الإرهابية على مركز التجارة العالمي وعلى البنتاجون. وقابل بنك الاحتياطي الفيدرالي الهجمات الإرهابية بإجراءات الطوارئ التي كان قد خططها للألفية.

وفي هذه الواقعة، تم اعتبار التوقف عن تداول الأوراق المالية- والذي دام لمدة أربعة أيام- انتصارًا، فقد كان من الممكن أن يكون الأمر أسوأ كثيرًا في غياب التدابير الخاصة بمواجهة مشاكل الألفية. لكن بنك الاحتياطي الفيدرالي قام بخفض معدل أسعار الفائدة بمقدار ٥٠ نقطة أساس عقب الهجمات مباشرة، واستخدم اتفاقات إعادة الشراء لضخ كميات ضخمة من السيولة.

وعلى مدى الأشهر الستة التالية، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بخفض معدلات أسعار الفائدة خمس مرات. وبحلول منتصف عام ٢٠٠٢، بلغ معدل سعر الفائدة على أموال صناديق بنك الاحتياطي الفيدرالي نحو ١,٢٥ بالمئة. وتحول التضخم إلى قضية من الدرجة الثانية، الأمر الذي مثل العنصر الحاسم في دعم الاقتصاد- وأسواقه المالية- في مواجهة الهجمة.

كان هناك شواهد انهيار اقتصادي

أقل مما كان متوقعًا

لقد كان هناك، في الواقع، شواهد قليلة على الانهيار الاقتصادي عما كان يمكن توقعه. فقد نما الاقتصاد في عام ٢٠٠١، وتنامى مرة أخرى في عام ٢٠٠٢. وفي كلا العامين، لوحظ أن هناك اتجاهًا قوميًا لرفع أسعار المساكن، ذلك أن الرفع الذي بدأ منذ ستة أعوام كان لا يزال مستمرًا. وكانت التجارة العالمية قد بدأت تتناقص في عام ٢٠٠٠ لكنها أصبحت تتعافى بعد منتصف عام ٢٠٠١. وبحلول عام ٢٠٠٢، كانت التجارة العالمية قد تجاوزت الذروة السابقة لعام ٢٠٠٠. وزاد ارتفاع أسعار المساكن من ثقة المستهلكين وشجع الناس على الاقتراض في مقابل مساكنهم. وقد أدت 'موجة إعادة تمويل' الرهن التي أوجدتها أسعار الفائدة المنخفضة التي قررها بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى العصف بالاقتصاد عن طريق تحويل زيادات الأسعار إلى أموال نقدية تدخل في جيوب المستهلكين.

المظهر الكئيب في تجربة اليابان

على الرغم من استمرار النمو وتحقيق مكاسب في أسعار المساكن، تراجع المعدل الرسمي للتضخم في الولايات المتحدة منذ بداية الألفية؛ من ناحية نتيجة لانخفاض تكاليف الواردات عن طريق الدولار القوي، ومن ناحية أخرى نتيجة لهبوط النشاط الاقتصادي.

وفي نوفمبر ٢٠٠٢، ألقى بن بيرنانكي، محافظ بنك الاحتياطي الفيدرالي حينذاك، كلمة تحت عنوان 'الانكماش الاقتصادي: التأكيد على'أنه لا يمكن أن يحدث هنا'.

اعتقد بيرنانكي أن التوقع الأكثر احتمالاً هو أن الولايات المتحدة ستتفادى الانكماش الاقتصادي بفضل مرونة اقتصادها وثقافتها في العمليات الإنتاجية. لكن شبح الانكماش الاقتصادي كان مرعبًا لدرجة أنه أعلن أن بنك الاحتياطي الفيدرالي يتعين عليه 'أن يتخذ أي وسيلة من شأنها الحيلولة دون حدوث أي انكماش اقتصادي قد يؤثر على الولايات المتحدة ...' لقد كان أمرًا جوهريًا ألا يجد بنك الاحتياطي الفيدرالي نفسه في موقف بنك اليابان نفسه. بل كان يتعين عليه أن يبادر إلى معالجة المشكلة.

وأشار بيرنانكي في كلمته إلى طريقته المفضلة لمعالجة الانكماش الاقتصادي لضمان أن تكون معدلات الفائدة في المدى الطويل منخفضة بصورة جبرية. وفي واحدة من إشاراته، دافع بيرنانكي عن وضع حدود قصوى لعائدات سندات الخزانة لتكون هذه السندات في مأمن من طائلة بنك الاحتياطي الفيدرالي. وليس من العجيب، إذن، أن تتراجع عائدات السندات طويلة الأجل بعد هذه الكلمة وتأخذ مسارًا سطحيًا على منحنى العائدات.

الحرية المطلقة لمنتج السيولة

كما رأينا في الفصل الأول، أدى المسار السطحي لمنحنى العائدات الذي ليس له معدل أعلى للفائدة إلى زيادة السيولة في سوق المال. ومنذ نوفمبر ٢٠٠٢، بدأت الأسواق تستجيب لتوقعات كلمة بيرنانكي بسيولة إضافية. لقد أصبحت هناك أساس في سوق الأسهم؛ حيث بدأت القروض المضمونة برهن تزيد، وزادت مبيعات التجزئة. هذا في وقت كان المتوقع فيه أن يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة إن استعادت البلاد عافيتها وتجاوزت فترة الركود. لكن بنك الاحتياطي الفيدرالي كان يدرس، بدلا من ذلك، خفض أسعار الفائدة مرة أخرى. والآن، فإن تخفيضات بنك الاحتياطي الفيدرالي الأخيرة في أسعار الفائدة تبدو دعوة سخيفة لترويج عمليات الإقراض التي حدثت فيما بعد.

ولا شك في أن الانكماش الاقتصادي الياباني كان موضع اهتمام صناع السياسة الدولية عام ٢٠٠٢. وفي مارس ٢٠٠٣، عقد بنك التسويات الدولية BIS مؤتمرًا حضر فيه كل محافظي البنوك المركزية في كل البلدان المتقدمة[٩]. وبلور المؤتمر الرأي المعاصر بشأن الخطر الذي يتهدد الاقتصاد العالمي بسبب الانكماش الاقتصادي الياباني. ورصد البحث المقدم من جانب الوفد الياباني[١٠] قائمة بالكوارث التي تعرض لها الاقتصاد الياباني، وأشار إلى ضرورة أن تبدأ الحكومة في شراء صناديق الاستثمار التعاوني والعقارات، ويبدأ أيضًا في الإعلان رسميًا عن الهدف المباشر للتضخم وهو إقناع الجمهور الياباني بإنفاق أمواله.

إن خطر الانكماش الاقتصادي في الولايات المتحدة يبدو أمرًا مبالغًا فيه. فقد استمر الاقتصاد في النمو عام ٢٠٠٣ بوتيرة سريعة وبأسعار فائدة منخفضة شجعت على زيادة معدلات الإقراض برهن. وزاد متوسط الأسعار بمعدل سنوي يعادل ٧,٥ بالمئة بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٣. وشهدت مدن مثل نيويورك تضخمًا يعادل ضعف الرقم الدال على أسعار المساكن. وفي حين أن المقاييس الرسمية للتضخم جعلت بيرنانكي ينظر مليًّا في 'أي وسيلة من شأنها ...'، فإن أقسامًا من الاقتصاد كانت تتوسع بصورة كبيرة.

هناك شواهد كثيرة تدل على أن أسعار الفائدة كانت قد أصبحت بالفعل عالية وليست منخفضة. فالتخفيضات الضريبية التي أجرتها واشنطن التي بدأت عام ٢٠٠١ أدت إلى زيادة في النمو عام ٢٠٠٢ بمقدار ١,٥ – ٢,٠ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي. وبحلول عام ٢٠٠٣، زاد الاستهلاك الخاص **private consumption** مع زيادة أسعار المساكن. كما أن سوق الأوراق المالية كانت قد توقفت عن الهبوط. لكن لا شيء من هذا منع بنك الاحتياطي الفيدرالي من خفض أسعار الفائدة إلى واحد بالمئة في يونيه ٢٠٠٣. واحتفظ البنك بمعدلات السعر عند هذا المستوى التاريخي للانخفاض لمدة عام كامل، الأمر الذي أدى إلى رواج قطاع الإسكان، وإلى العودة القوية لأسعار الأوراق المالية إلى ما كانت عليه من قبل.

كانت كلمة بيرنانكي في نوفمبر ٢٠٠٢ بمثابة علامة فارقة في تاريخ بنك الاحتياطي الفيدرالي، وفي التاريخ الاقتصادي للولايات المتحدة؛ لأنها أصبحت رمزًا لبداية الرواج الكبير للقروض.

وحتى حين خفض بنك الاحتياطي أسعار الفائدة إلى واحد بالمئة في يونيه ٢٠٠٣، فإن اللجنة كانت على علم بازدياد الثقة في السوق. 'المكاسب التي تحققت في أسعار الأسهم، وكذلك في تضييق فرص توزيع مصادر الخطر، بدا أنها تعكس تقديرات شديدة التفاؤل عن الظروف الأساسية للمشاريع الاقتصادية، وعن القناعات المتزايدة بأن احتمالات تعرض الاقتصاد الداخلي للتدهور قد تضاءلت، بما يتسق جزئيًا وانخفاض المخاطر بعد انتهاء النشاط العسكري الكبير في العراق'[١١].

لقد فشل هذا التقدير في أن يذكر أي تحليل قائم على أساس توسيع المخزون المالي. فهناك سبب واحد فقط للربط بين ارتفاع أسعار الأسهم وتضييق فرص توزيع المخاطر وهو التوافر المتزايد للدولار نتيجة للسيولة المضافة من جانب مديري الاحتياطيات الذين يعيدون تشغيل أموالهم، أو نتيجة لخلق فرص جديدة للقروض الائتمانية من خلال الظروف العالية السيولة التي لازمت السوق.

ومن الربع الثاني من عام ١٩٩٨ وحتى الربع الثالث من عام ٢٠٠٦، لم ينخفض مؤشر أسعار المساكن في الولايات المتحدة[١٢] لنسبة تقل عن معدل نمو سنوي مقداره ٥ بالمئة حتى خلال فترة الركود. وبعد الخفض الأخير للسعر في عام ٢٠٠٣، زاد عدد الصفقات ونمو الأسعار بصورة متسارعة. وزادت أسعار المساكن حتى وصلت إلى معدل سنوي قدره ٩,٧ بالمئة في الربع الثاني من عام ٢٠٠٥، وبقيت الأسعار عند مستويات مماثلة في الأعوام التالية. وكانت السيولة المتزايدة قد امتدت من الأصول المالية الخالصة لتصل إلى الاقتصاد الأوسع نطاقًا.

كانت السيولة المتزايدة قد امتدت من الأصول المالية الخالصة لتصل إلى الاقتصاد الأوسع

وبدلا من محاولة تهدئة هذا النوع من ارتفاع الأسعار، أثنى جرينسپان على رواج قطاع الإسكان. لقد كان هناك اعتقاد بأن ارتفاع الأسعار علامة على السيطرة الأمريكية التي ربما كانت تعمل على إحلال التكنولوچيا الخالصة. قال جرينسپان عام ٢٠٠٢:

'منذ أوائل عام ٢٠٠٢، كانت هذه السوق [الخاصة بصكوك الرهن الثانوي](*) تقوم بتيسير الجزء الأكبر من القيمة العقارية الممولة بالدين والتي كانت بدورها حاسمة تماما في تعزيز إنفاقات المستهلكين في الولايات المتحدة طوال الفترة العصيبة التي تمر بها البلاد حاليًا'.

لقد ساعد رواج الإسكان على أن تتفادى البلاد المرور بركود اقتصادي أشد عمقًا في عام ٢٠٠١. وكتبت وكالة فريدي ماك لرهون الإسكان: 'خلال عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٣ قامت العائلات بتحويل ما يزيد على ٢٠٠ مليار دولار من القيمة العقارية إلى أموال نقدية في المدة المخصصة لإعادة تمويل صكوك الرهن التي يعيدون توجيهها إلى الاقتصاد'.(١٣) ووفقًا لتقدير جرينسپان أن التخلي عن كل دولار من سعر المسكن أدى إلى ١٠ – ١٥ سنتًا في الاستهلاك.

(*) القوس للمؤلف. والمقصود بعبارة الرهن الثانوي **Secondary mortgage** هو الرهن العقاري **Subprime**. فالرهن العقاري هو، إذن، نوع من الرهن الثانوي. (المترجم)

اتسع نطاق منتجات الرهن ليسمح ذلك بالاستخدام الأوسع للأموال المقترضة: إعادة تمويل الرهون القائمة بأفضل معدل للأسعار؛ تسديد الديون القائمة؛ وذلك في شكل ائتمان مصرفي لشراء سيارة أو دفع نفقات الرحلات في أيام العطلات والإجازات. واستنادًا إلى قاعدة 'السلامة' التاريخية بشأن تمويل الرهون والثقة في التحديث المالي، تم استبعاد أشياء قليلة من القائمة. وبذلك تم إلقاء بذور التدمير لفترة من الازدهار دامت عقدين من الزمان.

الإيمان الطويل الأمد في مستقبل أمريكي

حافظ جرينسپان- باستمرار- على إيمانه بقدرة أمريكا على ابتكار مستقبل جديد ورائع:[١٤]

'لا تزال التكنولوچيا مستمرة في إحداث تغير سريع، وبالتالي في إحداث الكثير من عدم اليقين في السوق العالمية. وسوف تكون السياسة النقدية، والأنشطة الإشرافية والإدارية، وعمل منظومة المدفوعات في حاجة إلى تقويم حتى تكون قادرة على التجاوب مع العوامل المؤثرة على ذلك التغير التكنولوچي'.

إن جرينسپان ظل واعيًا أيضًا بالمخاطر. ففي أوج طفرة الإسكان في أغسطس ٢٠٠٥، شرح جرينسپان احتمالات أن يؤدي التباطؤ في رفع أسعار المساكن إلى العجز في الحساب الجاري:

'الربط الشديد بصورة تدعو إلى الدهشة بين الزيادات في القيم العقارية (الحالية والسابقة) للمساكن وبين العجز في الحساب الجاري يشير إلى احتمال أن يؤدي وقف طفرة الإسكان إلى زيادة في معدل الادخار عند الأفراد وإلى ما يتوازى مع ذلك من تحسن في العجز في الحساب الجاري. وسواء أكانت تلك الضوابط موجعة أم معتمدة، كما قلت أمس، على درجة المرونة الاقتصادية التي نحافظ عليها نحن وشركاؤنا التجاريون، فإنني آمل أن تقوى هذه الضوابط أكثر فأكثر في السنوات المقبلة'.

لكنه على الرغم من اعترافه باحتمال 'الضوابط الموجعة'، كان غير قادر على رؤية أن سياساته هي التي أدت إلى ذلك. وهو مخطئ أيضًا حين يتحدث عن هيمنة الولايات المتحدة بعد أن تؤدي 'اختلالات التوازن العالمي' إلى كارثة. وقد لجأ بنك الاحتياطي الفيدرالي مرارًا إلى خفض أسعار الفائدة و/أو ضخ السيولة كلما كانت هناك مشكلة – وذلك نتيجة لانهيار صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل قبل بداية الألفية، ونتيجة لكساد شركات تجارة الإنترنت، وردًا على الهجمات الإرهابية. وقد كان لبعض التخفيضات ما يبررها دون شك. كما أن هذا النمط ساعد على حث المستثمرين والمقترضين والبنوك لقبول مخاطر أكبر لأنهم أصبحوا مقتنعين تمامًا بأن أي مشكلة ستؤدي إلى خفض تكاليف الاقتراض.

في أوروبا: أسعار متساوية لبلدان غير متساوية

على خلاف بنك الاحتياطي الفيدرالي، ظل البنك المركزي الأوروبي يراقب عن كثب التطورات الخاصة بالعرض النقدي للعملة الموحدة. ومع أن البنك المركزي الأوروبي قد تبنى –علنًا– نظرة نقدية قاسية، فإنه كان ملتزمًا أيضًا بتفويض غير مكتوب غايته تعزيز التكامل المالي للعملة الموحدة بما يساوي نسبة التضخم. وقد لاحظنا من قبل أن هناك تطابقًا في الأهداف بين صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل والحكومة الإيطالية، وامتد التوافق بين المستثمرين وسلطات 'التقارب' الأوروبية ليشمل سياسة البنك المركزي. وقد كان البنك المركزي الأوروبي ينفذ سياسة متناقضة؛ فمن ناحية كان يسعى إلى احتواء التضخم، وكان من ناحية أخرى يرى أن دوره يتحدد بتعزيز النمو وتوسيع نطاق الأسواق السائلة ليشمل كل أنحاء المنطقة. وفي النهاية، بدأت أسعار الفائدة تحذو في سياستها حذو بنك الاحتياطي الفيدرالي، لكن سعي البنك المركزي الأوروبي إلى توحيد الأسواق المالية بالعملة الجديدة قد أدى إلى حدوث اختلالات هائلة كان من شأنها أن تصبح في وقت لاحق سببًا في ظهور اضطرابات تماثل في شدتها تقريبًا تلك الاضطرابات التي صاحبت الرهن العقاري في أمريكا.

سر على درب بنك الاحتياطي الفيدرالي

في نفس الشهر الذي خفض فيه بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة إلى واحد بالمئة في يونيه ٢٠٠٣، خفض البنك المركزي الأوروبي السعر الرئيسي للفائدة بنحو ٥٠ نقطة أساس ليصل إلى ٢ بالمئة، وهو خفض كبير

إلى حد ما ويعتبر أدنى مستوى للمعدلات السعرية. وقد كان البنكان المركزيان في كل من أمريكا وأوروبا برغم التصريحات النافية يخوضان صراعًا من أجل الزعامة العالمية. وكما هو الحال في أوضاع التنافس بين البلاد، كانت النظم السياسية التي ظهرت في كل من أوروبا وأمريكا، برغم الاختلاف الكبير في دساتيرها ورؤاها، مجبرة على أن تسير في طريق مشابه؛ فكلا البلدين ارتكز على النمو والتضخم على حساب عمليات التطوير في مجال الائتمان المصرفي. وسواء أحبوا ذلك أم لم يحبوا، فإن الأسواق الدولية وحدت بين البنكين المركزيين في إطار سياسة واحدة.

وقد نبه المركزي الأوروبي إلى بعض المشاكل التي لم يعترف بها بنك الاحتياطي الفيدرالي حيث أشار إلى أن 'اقتصاد منطقة اليورو واصل في جمع كمية من السيولة أكبر كثيرًا من الكمية اللازمة لمواصلة النمو غير التضخمي'. ثم اتضح في وقت لاحق أن هذا النمو الكبير في السيولة كان بسبب النمو في 'المنظومة المصرفية الموازية' المتمثلة في القنوات، والأوعية الاستثمارية الخاصة، وصناديق المضاربة التي توسعت عن طريق الائتمان الميسر easy money.

الاختلال في التوازنات المحلية

كان ينبغي على البنك المركزي الأوروبي أيضًا أن يضع في اعتباره أثره على اقتصاد كان لا يزال اقتصادًا لنظم غير متكافئة. فعلى خلاف أمريكا كانت العملة الموحدة توحد بين نظم اقتصادية متطورة جدًا تتزايد قدراتها على المنافسة، مثل الاقتصاد الألماني، ونظم اقتصاد 'التقارب'– وهي النظم الأخرى، مثل إسبانيا، التي تحاول اللحاق بها.

كان الإقراض عبر الحدود بمثابة

أهم تحديث للعملة الموحدة

وقد أبدى الاقتصاديون قلقهم من حجم الاقتراض في أمريكا من بقية بلاد العالم- حيث وصل هذا الاقتراض إلى نحو ٦,٥ بالمئة تقريبًا من الناتج المحلي الإجمالي في منتصف عام ٢٠٠٤. وفي أوروبا، كان هناك نموذج مصغر لاختلالات مماثلة بدأت تنمو. فقد لجأت دول مثل إسبانيا واليونان إلى تمويل الإنفاق عن طريق الاقتراض. وكانت بنوك منطقة اليورو، خصوصًا بنوك ألمانية من الدرجة الثانية، تبدي سعادتها للاضطلاع بهذه المهمة. لقد كان الإقراض عبر الحدود بمثابة تحديث هامّ للعملة الموحدة في عقدها الأول.

لقد أرضت هذه الأوضاع كل الأطراف. فالإسبان واصلوا 'تقاربهم' مع البلدين الرائدين- فرنسا وألمانيا. ففي عام ٢٠٠٤، حصلت إسبانيا على درجة AAA في التصنيف الائتماني. وقد كانت الشركات العقارية تخطط لبناء كاليفورنيا أوروبية، وقد نجحت هذه الشركات في تحقيق الكثير من مخططاتها فأقامت أميالا من المساكن الجاهزة للبيع على غرار ما في ولاية كاليفورنيا الذهبية.

ومثل كاليفورنيا تمامًا، أصبحت إسبانيا وجهة الاستثمار من جانب البنوك التي وجدت منافسة شرسة جدًّا على تراب وطنهم. وشاهدت البنوك العقارية الألمانية إصدارات إسبانية مضمونة برهن كوسيلة من وسائل التنافس. وقد كانوا من قبل يشترون ما يمكن شراؤه من الأوراق المالية

المدعومة بأصول إسبانية لتمويل كل احتياجات إسبانيا من القرض الأجنبي. وفي هذه الأثناء، كان هناك دول أخرى في منطقة اليورو تتجه ناحية الشرق وتقرض العملة الأجنبية للدول الشيوعية سابقًا، الأعضاء منها أو غير الأعضاء في الاتحاد الأوروبي. وكما أن الدولار دعم السيولة العالمية من قبل، فإن اليورو كان له دور إقليمي مماثل.

وظلت عملية التكامل سياسة غالبة برغم أن البنك المركزي الأوروبي نادرًا ما كان يعلن ذلك حتى بعد الأزمة المالية. وفي تقرير صادر في أبريل ٢٠٠٩، أقر البنك المركزي الأوروبي[١٥] بأن "المؤشرات الأولى توحي ببوادر التمترس داخل الحدود القومية. وسيكون من الضروري مستقبلا أن تكون هناك يقظة شديدة لأداء سوق المال الأوروبية الموحدة ورقابة تامة على هذا الأداء".

التواطؤ بشأن السيولة

بدايةً من عام ٢٠٠٣، كانت معدلات أسعار الفائدة منخفضة على جانبي الأطلنطي، الأمر الذي شجع على زيادة النشاط المالي. فكان البنك المركزي الياباني يضخ الأموال داخل اليابان ويوجهها إلى كل بلاد العالم. وبدلا من تعويق المخاطرة أو تحويل مسارها، كانت سياسة البنوك المركزية الثلاثة الكبرى، بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الياباني والبنك المركزي الأوروبي، تشعل 'حماس' المستثمرين.

كانت البنوك المركزية الكبرى في العالم تبين، بأساليب مختلفة، أنها غير مهتمة بالاستقرار بقدر اهتمامها بتوافر السيولة في السوق المالية وكان بنك الاحتياطي الفيدرالي الأكثر صراحة في تشجيعه على حل مشاكل السوق عن طريق السيولة. كما أن البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان زودا السوق بالسيولة حيث إن ذلك قضية سياسية أدت إلى نتائج غير متوازنة بصورة مماثلة. ومن المفترض أن البنوك المركزية هي الحراس على قيمة العملة؛ لكن الواضح أن كل هذه البنوك قد تخلت عن القيام بهذه الوظيفة المركزية خلال العشرين عامًا الماضية.

الهوامش

(1) Alberto Giovannini and Luigi Spaventa, Filling the Information Gap, 5 November 2007.

(2) Minutes to the Federal Open Market Committee Conference Call, 15 October 1998.

(3)' Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management', Report by the Presidents Working Group on Financial Markets, April 1999.

(4) Marcus H. Miller, Paul A. Weller and Lei Zhang, Moral Hazard and the US Stock Market: Analysing the'Greenspan Put', Economic Journal, Vol. 112, pp.C171- C186, 2002.

(5) Joseph kahn and Peter Truell, 'Investors Fear Trouble at Another Hedge fund', 29 September 1998, NewYork Times.

(6) Alan Greenspan, The Age of Turbulence, Penguin/ Allen Lane, 2007, p.167.

(7) Alan Greenspan, 'Technology and the economy', speech to the Economic Club of New York, 13 January, 2000.

(8) Larry Meyer, 'Executing monetary policy without treasuries', 12 October 2001, 52nd International Atlantic Economic Conference, Philadelphia, Pennsylvania.

(9)' Monetary stability, financial stability and the business cycle', 22-29 March 2003, Bank for International Settlements, Basel.

(10) Mitsuhiro Fukao, 'Financial strains and the zero lower bound: the Japanese experience', March 2003, Keio University.

(11) Minutes of the Federal Open Market Committee, 24-25 June 2003.

(12) House price index, Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

(13) Frank E. Nothaft and Yan Chang, 'Refinance and accumulation of home equity wealth', Freddie Mac working paper No 4-2, February 2004.

(14) Closing remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2005.

(15) Financial Integration in Europe, European Central Bank, April 2009.

الفصل السادس

حاول أن تلقي بطُرّاحتك من جديد: دروس في التحديث المالي

مجنونٌ من أراد أن يكون هناك نمــوذج رياضــي صائب على الدوام.

روبرت سي ميرتون

Robert C. Merton

انفجار الأزمة المالية صاحبته عاصفة من الانتقادات الموجهــة ضــد المنتجات المالية التي ظُنَّ أنها السبب فيما حدث من مشاكل. وقد امتد النقــد حتى طال التحديث المالي نفسه. والاختلافات في شأن فوائد التحــديث فــي عمليات التمويل ليست جديدة. كما أن الجديد يكون محل شك علــى الــدوام، ودائمًا ما يسهل إلقاء اللوم عليه.

ونحن إذ نحاول أن نقول شيئًا مفيدًا يتعلق بالتحديث المالي، فلابد لنــا أن ننطلق من أن التحديث المالي ضروري لتوفير الخدمات المالية التي لابد من تقديمها في أيّ اقتصاد. وقد حدد روبرت ميرتون، وهو أحد أهم مبتكري أدوات التحديث المالي في الجيل السابق، ست وظائف رئيسية للتمويل:[١]

- نقل الأموال بين المقترض والمقرض عبر الزمان والمكان،

- تجميع الأموال من بين يدي مجموعة صغيرة من المساهمين لاستخدامها في مشروعات بطريقة تتسم بالكفاءة،

- إدارة المخاطر المالية،

- استخلاص المعلومات لتعزيز صنع القرارات،

- توفير أكبر قدر من المعلومات حتى يمكن للمجتمع ككل أن يتداولها؛

- تعزيز بيع وشراء البضائع أو الخدمات من خلال منظومة سداد.

وبين كل هذه الوظائف، نجد أن الوظيفة الأخيرة عمليات السداد، مألوفة تمامًا لدى معظم الناس، إلا أن الجميع تقريبًا يستخدمون التمويل في الوظائف الأخرى أيضًا- بدون علم في غالب الأحيان. وينبغي للتحديث المالي أن يثبت جدارته في تطوير واحدة أو أكثر من هذه الوظائف الست المذكورة. ونظرًا لأن عاداتنا الخاصة بالاقتراض أو الإقراض في حاجة إلى بيئة أكثر تطورًا، فإن من الضروري تهيئة هذه العادات للتغيير؛ تلك هي غاية التحديث. لكن التحديث على المستوى الفردي مختلف تمامًا عن التحديث على المستوى الجماعي، كما أن عمليات التغيير لأسواق مالية جماعية كانت جذرية ولكن مضطربة.

عمليات التغيير الكامل للأسواق المالية

كانت جذرية ولكن مضطربة

بكل تأكيد، لم يكن التمويل عند ميرتون يعني الصفقات التجارية وطرق السداد فقط. لقد آمن ميرتون بأن التطورات التي تتم بفضل نظرية حق الاختيار option theory بوجه خاص ستجعل البنوك والمستثمرين يقومون بأدوار يتعذر تمييزها تقريبًا. فقد نصبح جميعًا صيارفة. ولذلك، فإن الفكرة الرئيسية في التنازع بين الدين debt والتمويل التجاري transactional finance التي يجري طرحها في هذا الكتاب تؤكد أن ميرتون هو أحد أهم المفكرين المتخصصين في التمويل الحديث. ونظرًا لأهمية مقولته بشأن التسعير الاختياري optional pricing، التي تحتل موضع الصدارة في التحديث المالي المعاصر، قامت الأكاديمية الملكية السويدية للعلوم بمنح جائزة نوبل في علم الاقتصاد لكل من ميرتون ومايرون عام ١٩٩٧ (وهو نفس العام الذي انخفضت فيه أسعار الصرف في تايلندا).

ما ضرورة التحديث؟

غالبًا ما يكون هناك ميل فطري ضد التحديث المالي لدى أولئك الذين يريدون أن يعرفوا الأمور بصورة جيدة. قال الاقتصادي الأمريكي جيه كيه جالبريث:[٢] 'القاعدة هي أن العمليات المالية لا تسلم نفسها للتحديث. فما يتصف بالتحديث ويكون جديرًا بالثناء عليه، من حين لآخر، هو - دائمًا - تباين طفيف في مخطط راسخ... فكل تحديث مالي يستلزم، بشكل أو بآخر، إحداث الدين المضمون بأصول عقارية لها هذا أو ذاك القدر من الكفاءة'.

كان جالبريث مخطئًا حين غض النظر عن التحديث المالي التلقائي للغاية. فالعمليات المالية، على خلاف مزاعمه، في حاجة منتظمة إلى الضبط، وبالتالي إلى تحديث. إن فكرة جالبريث الخاصة بأن كل تمويل عبارة عن دين مضمون بضمان تساوي الادعاء بأن الدراما **drama** هي مجرد التمثيل، أو أن الجسور ما هي إلا ممرات فوق عائق. إنه وصف دقيق، لكنه لا يتضمن أيّ اعتبار للفعالية أو القوة أو الوجاهة. والتحديث المالي، برغم منتقديه الجدد، يوفر كل هذه الأشياء.

إن المنتجات المالية الجديدة لها نفس أهمية مسطحات الطرق؛ إنها تحديث للهياكل البالية. ومن الصواب أن يجري البحث عن تحديث جديد، وليس التراجع عن التحديث الذي حصلنا عليه فعلا. وقد ثبت أن بعض الهياكل أقل قوة مما نريد. لكن ذلك لا يعني أننا نتراجع بظهرنا نحو مضمار الدراجات، بل يعني أننا نصحح وننتقل من مرحلة إلى مرحلة. وكما أن المنافسة العالمية لن تتوقف أبدًا، فكذلك لا ينبغي أن يتوقف التمويل. والتحديث له أهمية بالغة في كل الصناعات الأخرى. ولا ينبغي للتمويل أن يتخلى عن السلوك المقبول والمستحب في كل أرجاء العالم.

ومن جانب آخر، كثيرًا ما تكون التكنولوجيا هي السبب في التحديث المالي. ومنذ أن بدأت الأزمة المالية، زاد المستثمرون الأمريكيون ومستثمرو المملكة المتحدة حصتهم في صناديق أسعار الصرف المتداولة نتيجة لتغير ظروف السوق. وتعتمد شعبية مثل هذه الصناديق على مدى تطور التكنولوجيا التي تعتمد عليها. كما أن خيارات البيع والأسواق الكثيرة الأخرى

لن تكون موجودة مطلقًا بدون التكنولوچيا الحديثة. وإذا كنا لا نستطيع أن نجمد تطور التكنولوچيا عند مستواها الحالي، فإننا لن نستطيع أيضًا أن نجمد تطور التمويل؛ فالتحديث شيء في قلب ثقافتنا، بما في ذلك الثقافة المالية.

النظام القانوني نفسه قد يكون القوة الأكثر فعالية التي يستند إليها التحديث المالي. ويعتبر عدم التنسيق وفقدان الاتساق بين المنتجات المالية مصدرًا ثابتًا وخصبًا للتحديث. ويرى البعض أن تطور المشتقات المالية كلها تقريبًا رد فعل للنظام القانوني الرادع.

إن النظام القانوني والتكنولوچيا والبيئة الاقتصادية المتغيرة- معًا- توضح ليس فقط أهمية أن يكون هناك التحديث المالي اللازم، بل توضح أيضًا تفاصيل المنتجات الناشئة. ففي سبعينيات القرن الماضي، فرض كل من التضخم الشديد وأسعار الفائدة المتقلبة وأسواق السندات ضرورة إيجاد أدوات لتطويق ذلك التقلب، وهو ما أدى إلى ظهور المستحقات المالية الآجلة. وفي السنوات العشر الماضية، كانت التحديثات المالية تتطلع إلى تحقيق عائدات أعلى وسيولة متزايدة- بتكلفة رائعة في العديد من الأحوال. ودائمًا ما أدت نفس الرغبة في الالتفاف على المعوقات، أو في تهيئة السوق للعمل بكفاءة أكبر إلى ظهور التحديث المالي، وسوف يستمر ذلك على الدوام.

إحدى الفوائد الكبرى للأزمات هي أن الانفتاح أداة لوقف الحصص المحصنة وتقديم وسائل أنسب. وسينشأ الطلب على المنتجات التي لم تكن موجودة من قبل، أو سيتغير الطلب على المنتجات القائمة. هذا يحدث على الدوام.

وقد ظهرت السوق اليورودولارية التي نشأت في لندن في سبعينيات القرن الماضي كرد فعل لقيود المنظومة المصرفية الأمريكية حيث ارتفع الطلب بارتفاع سعر النفط في أثناء أزمة سعر النفط. ولذلك، فإن في وسع المرء أن يقول إن المرحلة الأولى من التحديث المالي الحديث بدأت كرد فعل للأزمة المالية للأصناف ('أزمة النفط') وإهمال النظام القانوني. وبالتالي فقد رحبت السلطات الأمريكية بالتحديث- إصدارات السندات اليورودولارية- حيث كان قد تم الالتفاف على ضوابطها القانونية التي كان يُنظر إليها بوصفها سبيل الحصول على قدر أكبر من رأس المال. كما أن السندات اليورودولارية كانت إحدى وسائل التحديث التي سمحت للندن أن تصعد من جديد باعتبارها مركزًا ماليًا رئيسيًا بدءًا من سنوات السبعينيات فصاعدًا. والواقع أن إهمال الضوابط القانونية لأحد البلاد يؤدي إلى استفادة البلاد الأخرى منها؛ وسوف نشهد الكثير من ذلك في أعقاب أزمتنا.

أخطار القبول الاتِّباعي للفكر التقليدي الجامد

لقد حدث الكثير من المشاكل منذ منتصف عام ٢٠٠٧ ليس نتيجة للتحديث المالي الزائد ولكن بسبب التعويل على رؤية المؤسسة المالية للطريقة التي تتبعها الدنيا في العمل. وتزعم النظرية المالية السائدة، وفرضية السوق الفعالة، أن القرارات قائمة على قاعدة 'العملاء' المستقلين الذين يعملون دائمًا بحسب ما يحقق لهم أفضل المكاسب التي تساعد على تعظيم أرباحهم، والذين يدركون كل الحقائق المعلومة. لقد ذهبت النظرية أدراج

الرياح. وغالبًا ما لا يكون واضحًا في أيّ وقت من الأوقات ما هي أفضل الفوائد. فمن المستحيل معرفة إن كانت كل الحقائق معلومة. كما أن المستثمرين لا يتصرفون بصورة مستقلة، بل يتصرفون كقبيلة، كالآخرين تمامًا. وما يمكن أن يبدو 'أفضل المكاسب' في بيئة ما قد لا يكون كذلك حالما تغيرت البيئة. وهكذا، فإن بعض الأحوال يلائمها الاقتراض الكثيف ويلائم بعضها الآخر الاقتراض الطفيف؛ والخلط بين الاثنين يمكن أن يكون كارثيًا في أيّ من الحالتين. كما أن ما يبدو الآن سلوكًا أحمق ربما كان في وقت سابق سلوكًا ضروريًا للبقاء.

ما يبدو الآن سلوكًا أحمق ربما كان

في وقت سابق سلوكًا ضروريًا للبقاء

وفي العشرين عامًا الماضية، سعت وسائل تحديث كثيرة إلى زيادة عدد الصفقات التجارية وزيادة السرعة اللازمة في إتمامها بدلا من السعي إلى تطوير 'القدرة على السداد' **creditworthiness**. لقد كانت هذه الوسائل ضعيفة بصورة متأصلة، ذلك لأن السيولة يمكن أن تختفي وتزول كما رأينا من قبل. لكن وسائل التحديث الأكثر خطرًا كانت هي التي حاولت زيادة عدد الصفقات التجارية باستخدام الأساليب الكمية **quantitative techniques** من أجل تدقيق تعريف المقترضين القادرين على السداد.

وقد تلطخت سمعة التحديث المالي في العقد الماضي بسبب عدم مواجهة المزاعم الأساسية. وبدلا من المزيد من التحديث، كان هناك القليل منه، والقليل جدًا من التحديث الجذري.

ثورة المخاطر: التحديث لكل شيء

اعتمد التحديث الذي بدأ يظهر منذ أواخر السبعينيات على نفس التغيرات التي صاحبت العولمة. وقد أتاحت التكنولوچيا معالجة المعلومات والصياغات على نطاق كبير، وربطت بين المبتكرين والمشترين والبائعين والوسطاء كما لم يحدث من قبل. وعززت التكنولوچيا نفسها تنظيم قنوات التجارة العالمية. كما قامت تكنولوچيا المعلومات بنقل السلطة المالية بعيدًا عن البنوك ووضعتها في يد صناديق المضاربة والشركات وصناديق الأموال السيادية والأفراد والأسر. وأصبحت أجهزة الكمبيوتر وكذلك الإنترنت المصدر الأكبر للمنافسة المالية والتحديث. لقد جاءت المنافسة من جوف الصناعة، من بين الصناعة المالية وعملائها، ورافقت دخول وافدين جدد. ويمكن القول أن التحديث الذي ظهر داخل بنوك الغرب قد اعتمد ليس فقط على التكنولوچيا الجديدة بل تطور كنتيجة للمساواتية التي فرضتها مثل هذه التكنولوچيا على التمويل.

ونتيجة للتكنولوچيا، وحتى بعيدًا عن الأزمة المصرفية، تغير التمويل إلى الأبد. فهل يمكنكم الآن تخيل العمل المصرفي بعيدًا عن شبكة الويب؟ وهل يمكن تخيل الحسابات الاستثمارية بعيدًا عن التجارة الإلكترونية؟ لقد جاء التأثير التراكمي طويل الأمد لهذه القوى في شكل ثورة دائمة في التمويل ربما لا تكون قد وصلت منتهاها بعد. وبمجرد إدخال أدوات وسبل جديدة للمشروعات التجارية، فإن منفعتها ومعرفتها لم تعد تقريبًا مقصورة على مخترعيها. فليست هناك منظومةِ تراخيص للتصميمات المالية. وربما تُظهر

الأزمة الحالية بجلاء الهشاشة الكامنة في منظومة عمل مصرفي تتنافس بقوة، ولكن ليس من المحتمل أن تصل المنافسة إلى أبعد مما وصلت إليه شبكة الإنترنت. لكن التكنولوجيا، من ناحية أخرى، أدخلت، إلى جانب قاعدة المستخدمين المتوسع للخدمات المالية، بيئة أخرى يحاول التحديث أن يستجيب لها؛ وعلى ذلك فإن التكنولوجيا هي العائق والحل معًا. وبالمقارنة، حتى بعقد واحد مضى، فنحن جميعًا مصرفيون الآن.

تحديث الكفاءة أم تفادي العقبات؟

من الناحية الاقتصادية، يمكن تقسيم وسائل التحديث المالي إلى قسمين. سأطلق على القسم الأول اسم 'وسائل تحديث الكفاءة' **innovations of efficiency**، وموضوعه توزيع الخطر المالي أو السيولة أو شفافية الأسعار وخفض تكلفة التمويل. والقسم الثاني أطلق عليه تعبير 'وسائل تحديث التفادي' **innovations of avoidance**. وتسعى وسائل تحديث التفادي إلى خفض الضريبة أو الالتفاف على القوانين. فالقسم الأول يحاول فقط أن يساعد على مواصلة التمويل بأسرع ما يمكن على حين أن الثاني يسعى إلى تفادي العقبات القانونية التي قد تعترض مضمار التمويل (بصورة اعتباطية أحيانًا).

وكل قسم من قسمي وسائل التحديث- وسائل تحديث الكفاءة ووسائل تحديث التفادي- في حاجة إلى معالجة كميات ضخمة من المعلومات. كما أن تبادل المعلومات مع أعداد ضخمة من الناس، غالبًا في وقت واحد وغالبًا عبر مسافات زمنية كبيرة، ضروري أيضًا. وقد اعتادت البنوك على أن تكون قادة

العالم في هذه الأمور. ومنذ ظهور الكمبيوتر الشخصي، وظهور الشبكة العنكبوتية بوجه خاص، فإن الكثير من الناس لديهم مقدرة تكنولوجية لتحدي البنوك والدخول في تنافس مباشر معها أكثر من أيّ وقت سابق. وفي معظم الوقت، كان كل من المنافسة والتحديث يلقى دعم المسئولين القانونيين والحكومات كطريقة لتوفير موارد مالية للناس بكميات لم تتوافر في أيّ وقت مضى، وتحقيق نمو اقتصادي أكبر نتيجة لذلك. وكما يحدث في معظم عمليات التطور، فإنه يتم التركيز على المكاسب، أما المخاطر فلا تكون محل اعتبار.

لماذا تعتبر المشتقات هامة جدًّا؟

لا يعدو المشتق المالي عن كونه الأداة التي 'تشتق'،[*] قيمتها من سعر ورقة مالية أخرى، أو سلعة أخرى، أو حتى من ظروف الناس. وبالتالي، فإنه غالبًا ما لا يكون في حاجة إلى الاستثمار الحقيقي؛ لكن حين يمكن إنشاء مشتقات للتنافس في أي نوع من الصفقات المالية فإنها تتنافس لقاء جانب ضئيل من الإنفاق المالي. وهذا يعزز التحديث عن طريق الكفاءة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن المشتقات غالبًا ما يتم استخدامها، كما سنرى، كتحديث لتفادي الأزمة.

المخطط الذي صممه كل من فيشر بلاك **Fischer Black** وميرتون وشولز هو ما يسميه المتخصصون في الرياضيات النموذج المغلق **closed form**- وبعبارة أخرى كان هذا المخطط مكتفيًا بمجموعة رموزه الخاصة. وكان معنى هذا أنه يمكن برمجته بمجرد توصيفه وبالتالي يكون صالحًا

(*) أيّ 'تستمد' **derives**. (المترجم)

لتطبيقه على نطاق واسع من الظروف المالية للناس. ومن الناحية الجوهرية، كان النموذج المطروح وسيلة لحماية السعر من أيّ حدث في المستقبل متى كان عدد المحددات معلومًا (أو مفترضًا). ويوضح النجاح اللاحق لنموذج بلاك- شولز أنه، بالمعنى الواسع للكلمة، ضاعف سلوك العالم الحقيقي. وبرغم أنه سوف تكون هناك شكوى بشأن ذلك الادعاء، فإن النظرية والممارسة وفرتا حماية للاستثمارات ضد الخسائر غير المتوقعة. والواقع أنه لم يتسن من قبل توفير حماية بهذا النطاق الواسع جدًا قبل ظهور 'التمويل العلمي' **scientific finance** الذي أتاحه هذا النموذج.

ظهر بحث بلاك- شولز في وقت مناسب جدًا. فقد كان عام نشره (١٩٧٣) هو عام افتتاح بورصة شيكاغو لحقوق الاختيار **Chicago Board Options Exchange**. قبل افتتاح هذه البورصة، كان كل اختيار متداول مفصلا تفصيلا دقيقًا، وإجراءً مجهدًا أكثر كثيرًا من تجارة الأوراق المالية. لقد كان افتتاح بورصة حق الاختيار نوعًا من 'تحديث الكفاءة'. وإلى جانب نموذج بلاك- شولز، بدأت البورصة في بناء عالم جديد من المنتجات المالية.

وقد سادت آراء ميرتون العمل المصرفي ابتداءً من سبعينيات القرن الماضي فصاعدًا. تصور ميرتون أن المنظومة المالية تتشكل بصورة تامة تقريبًا من المشتقات التي استخدمها الخبراء الذين كان بوسعهم نشر قيمتها داخل المنظومة المالية كلها. لقد كانت رؤية تم تنفيذها في الغالب لصالح الشركات والأفراد في نطاق العالمين المتطور والناشئ. وأنا لا أشك في أن المشتقات ستواصل سيطرتها على عالم المال. وسيكون من الممكن علاج

التراجع عن منح القروض بالحرص على عدم إضاعة المكاسب التي توفرها هذه الأدوات. ولقد سبق أن اعترفت الحكومات في أوروبا والولايات المتحدة والمملكة المتحدة بالأضرار التي لحقت بنظمها الاقتصادية بسبب التوقف المفاجئ عن ضمان السندات برهن، إحدى الوسائل الأساسية للتحديث في نصف قرن مضى. والعالم في حاجة إلى هذه الوسائل الثانوية للتمويل وإلا فإن المنظومة كلها ستتوقف عن الأداء.

التراجع عن منح القروض يمكن معالجته مع الحرص على عدم إضاعة المكاسب

كانت هناك أخطاء بكل تأكيد. وقد لخص عضو بارز في البنك المركزي الأوروبي، فرانسيسكو پاپاديا **Francesco Papadia**، تفسيره لهذا قائلا:(٣)

> 'كان هناك أمل في أن يساعد ترحيل مخاطر الائتمان على قيام البنوك بتوزيع المخاطر. وقد اكتشفنا أنه كان هناك ترحيل للمخاطر، من الولايات المتحدة إلى أوروبا، ولكن ليس إلى خارج المنظومة المصرفية ... إن الفكرة الرائعة الخاصة بضمان السندات قد دمرها تقريبًا البطء الشديد في التنفيذ'..

وعلى ذلك، فقد يشمل التحديث مظهرًا آخر من المظاهر الجذابة جدًا التي لها القدرة على تصحيح أخطاء الماضي، بما في ذلك تصحيح أخطاء وسائل

التحديث السابقة. ولكن، لو تم اتباع قواعد ميرتون، الخاصة بتوزيع المخاطر، لكان الضرر الذي لحق بمنظومة العمل المصرفي في أضيق نطاق.

ولا مفر من منزلق التحديث أيضًا. فالتنافس الشديد للكثير جدًا من الاستثمارات على القليل جدًا من فرص الاستثمار شجع المصرفيين في العقد الماضي، على البحث عن طرق جديدة لتوظيف أموال كثيرة في منتجات متشابهة. وقد أتاح التحديث آلية أمكن بواسطتها الدفع بأيّ استثمار صغير إلى داخل الاقتصاد. وحينما أصبحت بيئة الاستثمار الأمريكي- والأسواق المحلية الأصغر مثل أسواق المملكة المتحدة وأيرلندا وإسبانيا- مشبعة تمامًا، أتاح التحديث إجراءً وقائيًّا (مؤقتًا)- ومصدرًا للدخل الحكومي أيضًا.

ميرتون و'التقارب'

كان ميرتون أحد المبشرين بالمشتقات. آمن بأنها ستؤدي إلى 'نقطة تلاقٍ' عالمي في الأداء الاقتصادي، والمستويات المعيشية، والرعاية الصحية، والعدالة الاجتماعية. فالمشتقات ستتيح قيام روابط بين المنظومات، يقول: 'إن تباين المنظومات المالية لكل دولة على حدة من شأنه أن يجعل المرء يتساءل كيف يمكن أن يحدث اندماج ناجز عبر الحدود الجغرافية ما دامت تلك المنظومات نادرًا ما تكون متوافقة في الأشكال المؤسسية، والضوابط القانونية، والقوانين، والهياكل الضريبية، وممارسات الأنشطة التجارية. وهناك مرحلة هامة من عمليات الاندماج مازالت تتم.'[٤] لقد أصبح هذا ممكنًا في جزء كبير منه عن طريق أوراق مالية مشتقة تؤدي دور 'الروابط'

التي يمكنها تحويل الاستثمار في منطقة معينة إلى شيء مقبول في منطقة أخرى أو في نطاق دولة ذات أوضاع قانونية مختلفة. لكن هذا السلوك 'التقاربي' عبر البلاد- الذي كان من المتوقع أن تدفع إليه المشتقات المالية- كان موقفًا تتبناه الإدراة المالية طويلة الأجل لصندوق المضاربة والتي كان ميرتون مشاركًا فيها كما رأينا في الفصل الخامس. و'التقارب' كان أيضًا عاملا هامًا في دعم العملة الأوروبية الموحدة. وقد حدث تضارب منتظم بين الكثير من الأكاديميين في الشئون المالية، وصناديق المضاربات، والمطامح السياسية الأوروبية، وبين كل هؤلاء وبين مختلف الممثلين طوال تسعينيات القرن الماضي حين هيأت المنطقة نفسها من أجل توحيد العملة. وسوف يستمر استخدام المشتقات لتحطيم الحواجز لصالح المستثمرين، خصوصًا منتجات من نوع 'مقاصات جملة العائدات' **total return swaps**، مهما تكن احتمالات استخدام القواعد بصورة قانونية.

لكن الكلمات غالبًا ما تفضح الادعاءات الزائفة، وفي مسألة الـ 'التقارب' **convergence** فإن الكلمة تنطوي على معنى أن هناك نقطة واحدة تم افتراضها سلفًا 'يتلاقى' **converge** عندها السلوك. وهناك الكثير من الشواهد التي تدل على أنه حدث قدر من التقارب المستمر في الكوكب المتعولم. فالسيارات تميل إلى أن تتخذ مواصفات متماثلة، ويبدو أن الأشكال المتماثلة من الأجهزة التليفزيونية هي الموثوق بها، كما يبدو أن المنتجات المتماثلة من مشغلات الموسيقى (**MP3 players**) لها جاذبية على المستوى

العالمي. وهذه المنتجات تختلف عن التمويل في أنها تؤدي وظيفة بسيطة أو تثير انفعالات مجردة وعالمية. والتقارب في تصميم المنتجات غالبًا ما لا يكون سببه رغبة الشترى ولكن تنميط البائع؛ وهو ما قد لا يكون ممكنًا في منح الائتمان. ومع أن كلاً من البائع والمشترى قد يكون راضيًا بما يؤديه عازف الموسيقى أو أداء لاعب، فإن جانب التمويل يعتمد على قدر أكبر من التفاعل الدقيق بين المتطلبات الاجتماعية والاقتصادية التي يصعب تغيير البعض منها.

ويرى النقاد أن نموذج بلاك- شولز يعيبه أن المؤشر الوحيد اللازم لتحديد سعر أيّ اختيار، أو تحديد مستوى عدم اليقين، هو نفسه خاضع لتنويعة واسعة جدًا من التفسيرات(*). لكن من المستحيل أن يتم تنميط ذلك. ويجيب المؤيدون بقولهم أن النقد يتم توجيهه بصورة خاطئة. فيمكنك أن ترى أن بناء منزل ما لا يُقارن بالصورة النموذجية؟ التي تخيلها المعماري. كما أن التنويعات على أرض الواقع، وفي مستوى عمق المياه، وفي القوانين المحلية، في غاية الأهمية. المسألة هي هل يسمح التفاوت في المشروعات بالتكيف مع العوامل المحلية غير النموذجية. الإجابة غالبًا ما تكون 'نعم'. لكن نظرية بلاك-شولز، بوصفها نموذجًا مغلقًا، كان نمطيًا بحكم التعريف. وهي ليست، ولم تكن ذات يوم، نظرية يمكن تطبيقها في كل الأوضاع بدون تكييف محلي. فهناك الكثير من العمل التفسيري لإقرار متى ولأيّ درجة يلزم تكييف النموذج المثالي.

قال ميرتون:

'مثل غيرنا من العلماء، لم يكن لدينا هدف عملي. فنحن، ببساطة، وجدنا أن تسعير الاختيارات قضية ممتعة. كان لغزًا مشوّقًا، وتحديًا صعبًا. ونحن نعلم أنـــه بمجـــرد أن يساعد النموذج في إنجاح الأسواق، فإن الأسواق بدورها تعمل على إنجاح النموذج الناشئ'.

كفاءة المقايضة

كل المشتقات تقريبًا تتطلب تطبيق نموذج بلاك-شولز بشكل معـــين، وقد تم تطبيقه على العديد من عقود المقايضات التي لا يبدو أنها مـــشتقات. والتأمين هو أحد العقود الشائعة التي تعتبر، في الواقع، مجرد توقع بالدفع في واقعة معينة، وهو بالتالي اختيار. كما أن الأسهم اختيارات للبيع على أساس القيمة في الأجل الطويل أو القيمة الآجلـــة **terminal value** التـــي تحـــددها الشركة. لكن سندات أوروبا الشرقية تتصرف كما لو أن لها الاختيـــار فـــي الانضمام إلى العملة الأوروبية الموحدة كما فعلت السندات الإيطالية منذ عقد من الزمان.

وتعتبر مقايضة سعر الفائدة أحد الأشكال الأساسية والأكثـــر شـــيوعًا للمشتق؛ فهي اتفاق يتبادل فيه طرفان تدفقات نقدية ثابتـــة **fixed cash flows** بسبب التعويم. وجدير بنا أن نلقي نظرة عن كثب على عمليـــات المقايـــضة

swaps نظرًا لأنها شائعة جدًا، وكذلك لأنها تعتبر مثالا جيدًا لتحديث الكفاءة efficiency وتفادي العقبات avoidance معًا.

ومع أن معظم اتفاقات المقايضة المبرمة تبدأ بتوفيق عمليات التدفق النقدي، فإنه عادةً ما يتم تسويتها بقيمة صفرية رغم اختلاف عملات التدفق النقدي– حيث يتساوى طرفا عملية المبادلة. وهذا يعني أن المقايضة تعتبر أيضًا وسيلة تخلو من توظيف رؤوس أموال، لكنها مع ذلك توفر عائدًا مرتبطًا بنوعين أساسيين من التدفق النقدي. فإذا كان لأحد التدفقين النقديين سعر ثابت fixed rate ومدته عشر سنوات وكان للآخر سعر معوّم floating rate، تكون النتيجة متشابهة جدًا نتيجة لأن السند تموله وديعة طويلة الأجل، ذلك بدون إنفاق رأسمالي في أيّ جانب من الجانبين. وحين ترتفع العائدات (أو أسعار الفائدة)، فإن متلقي التدفقات النقدية سيخسر نقودًا في الأجل الطويل، على حين أن بائع هذه التدفقات النقدية سيكسب. وحين تنخفض أسعار الفائدة يحدث العكس.

إن مقايضة 'سعر الفائدة' هي بمثابة 'بنك داخل علبة' 'bank-in-a-box. فكما يقترض البنك ودائع الأجل القصير ويعطي قروض أجل طويل، كذلك فإن من يتلقى مقايضة الأجل الطويل الثابتة السعر سوف يقوم بنفس العملية عن طريق بيع الفوائد قصيرة الأجل (المعادلة لوديعة البنك) وتلقي سعر ثابت للفائدة طويلة الأجل. ومقايضة سعر الفائدة هي بكل تأكيد 'تحديث كفاءة'؛ فهي توفر للشركات، وحتى للبنوك، القدرة على تبديل آجال مستحقاتهم بحيث تناسب أحوالهم. بالنسبة للبنوك، أصبح هذا جوهريًا، ويفسر أيضًا لماذا

يتجاوز عدد اتفاقيات المقايضات المعلقة- أيّ العقود الثنائية بين طرفين- إجمالي القدرة الإنتاجية للعالم بكثير، إلى جانب مستحقات الديون التي قد تكون ممتدة في عمق المستقبل إلى خمسين عامًا مثلا.

كما أن مقايضة سعر الفائدة مثال لتحديث تفادي العقبات. فالمقايضة تشمل نوعين من التدفق النقدي مساويين من الناحية العملية للدخل الناتج عن الوديعة قصيرة الأجل والدخل الناتج من السند الذي يشمل العناصر الرئيسية لكل من الأصول والخصوم، مع أنها لا تشتمل على رأس مال أيّ منهما، فهي مجرد اتفاق لمبادلة تدفقين نقديين. ولا سبيل إلى إدراج أداة كهذه في الميزانية.

النقل إلى خارج الميزانية... هو

مفتاح 'أدوات تحديث تفادي العقبات'

كانت حركة النقل إلى خارج الميزانية ملمحًا بارزًا في تحديث الأداة المالية ومفتاحًا لـ 'أدوات تحديث تفادي العقبات'. وكانت المتطلبات المالية للبنوك مكلفة جدًّا، وقائمة على أساس الأصول المدرجة في الميزانية. وكلما أمكن نقل أكبر قدر إلى خارج الميزانية كان ذلك أفضل. فعمليات المقايضة ترتبط بميزة أخرى (أو بـ 'مشكلة' بحسب موقفك)؛ فهي تخفف من التعرض لكميات ضخمة من المخاطرة بدون أيّ تكلفة أولية، وبدون أيّ تكلفة رأسمالية على الإطلاق، وهي مدعومة ماليًّا بطبيعتها. وكل هذه الملامح تضمن أن تقدم مقايضات سعر الفائدة تفسيرًا للأغلبية العظمى من المشتقات الجمركية

custom-made derivatives. لقد أحدثت المقايضات ثورة في الاستثمار الثابت للدخل منذ أن تمت المتاجرة فيها عام ١٩٨٢، وذلك نظرًا لمرونتها وسيولتها ومزايا تكلفتها. كما أنها قامت بتثوير العمل المصرفي عن طريق قدرتها على نقل مخاطر جمة بعيدًا عن الميزانية. هذه هي كل الملامح في نمو السيولة وتمويل الصفقات.

تسييل الأموال غير النقدية

كان التحديث المالي العظيم الآخر، الذي سبق عمليات المقايضة بنحو عشرة أعوام تقريبًا، هو المستحقات المالية الآجلة(*) **financial futures**. وقد كانت العقود الآجلة موجودة في أسواق السلع منذ مئات السنين؛ وهي عقود نمطية تتعهد بتوزيع البضائع وبيعها في المستقبل. أما المستحقات المالية الآجلة فقد بدأت في سبعينيات القرن الماضي فقط. وساعد نجاحها على إضفاء خواص شبه مالية على الأسواق التي تحتاج إلى نفقات رأسمالية ضخمة. وقد جاء ظهور المستحقات المالية الآجلة مواكبًا لصدور نموذج بلاك- شولز لتسعير خيارات البيع. وعلى حين أن المستحقات المالية الآجلة منتجات أكثر بساطة من خيارات البيع، مثلها مثل معظم المقايضات، فإن هذه المنتجات تشترك في العديد من الملامح. وفي الواقع، يمكن النظر لخيارات البيع باعتبارها مستحقات آجلة ذات مغطاة بحماية تأمينية.

(*) المستحقات الآجلة، أو المؤجلات **futures**، مشتريات أو مبيعات يتم دفع قيمتها حين يتم التسليم والاستلام مستقبلا. (المترجم)

وبعد أن تم استخدام المستحقات الآجلة في البداية للوقاية من التقلب في أسعار السندات أثناء فترة التضخم المالي في السبعينيات، ثبت أن هذه المستحقات تكون أكثر فائدة بإضافة سيولة إلى الأسواق الأساسية للسندات. وهذه المستحقات الآجلة لا تكون كذلك إلا عن طريق المطالبة بجزء صغير فقط من الثمن الكامل للأداة التي تضارب عليها هذه الأسواق (وهو يماثل السلفة المتضمنة في المقايضة)، ونتيجة لذلك يتم تحرير بقية الثمن لاستثمارها نقدًا، أو في أيّ مجال آخر، بما في ذلك الاستثمار في مزيد من المستحقات الآجلة. والواقع أن فائض النقد السائل الذي يستخلصه المستثمر في المستحقات الآجلة كثير جدًّا على حين أن فائض النقد السائل الذي يستخلصه مستثمر السندات قليل.

وعقود المستحقات الآجلة الأكثر شيوعًا هي سندات الحكومة، لكن سوق السندات الحكومية ليست السوق المهمة الوحيدة. فهناك أيضًا أسواق المستحقات الآجلة التي لها أسعار فائدة قصيرة الأجل وأسعار البنك المركزي. كما أن المستحقات الآجلة تعمل على نقل السيولة إلى سند له أولوية **underlying bond**. هذا واضح، فسندات المستحقات الآجلة تباع وتشترى بسعر أعلى من قيمة السندات الأخرى. وكلما زادت دورة رأس المال في عقد المستحقات الآجلة أدى ذلك إلى زيادة سيولة السند، الذي له أولوية، وكذلك إلى زيادة نسبية في السعر. فالسعر الأعلى يعني العائد الأدنى، لكنه يعني أيضًا يقينًا أكبر لدى المستثمر وهو ما يُعتبر عادةً مقايضة صحيحة تمامًا. كما أن النقود شديدة السيولة يشتد الطلب عليها لكنها توفر

عائدًا قليلا. ولذلك، فإن السيولة الزائدة التي يوفرها المشتق الآجل، المشتق الذي تم تبادله شراءً أو بيعًا، تمنح وثيقة السند الكثير من خصائص النقد. وإذا أصبح هذا السلوك سائدًا، وغالبًا ما يكون الأمر كذلك، فإن السند ذا الأولوية يمكن أن يكون تقريبًا مساويًا للإضافة النقدية للاقتصاد.

ما الذي يمكن أن يمضي في طريق الخطأ؟

هناك جانب مظلم. فالسيولة التي توفرها المستحقات الآجلة للمستثمرين- أو تلك التي يوفرها أيّ مشتق آخر يستخدم تسويات الهوامش **margin adjustments**- يمكن أن تقلب اتجاهها على نحو مفاجئ. فالمستثمر الذي التزم بالاستثمار في السندات النقدية يعرف أنه لا يملك فائضًا نقديًّا. وللأسف، فإن الفائض النقدي الضخم الذي يستخدمه المستثمر في المستحقات الآجلة متقلب وغير مستقر. وسيؤدي انهيار السعر إلى سداد الهوامش **payment of margins** مما يؤدي إلى خفض الفائض. فإن كانت هذه النقود قد تم تخصيصها لمشاريع استثمارية أخرى، لكانت هذه المشاريع في حاجة إلى تصفيتها لسداد الهامش.

وهناك دائمًا مالك آخر للسند في الطرف الثاني من الصفقة التجارية. ومن الممكن أن 'يضارب' هذا المالك للسند على المستحق الآجل ويكسب مالا في حين أن مستثمرنا الأول يخسر، وذلك عن طريق إجراء مقاصة على المركز الأصلي للمستحقات الآجلة. وحينما يكون سعر نقل المستحقات الآجلة مرتبطًا على نحو مباشر بسوق السندات، فإن نقل فائض النقد السائل من

طرف إلى آخر يمكن اعتباره أيضًا نقلا للسيولة إلى وسيلة مالية ذات أولوية- أيّ إلى السند. وتؤدي كل أنواع المشتقات- المزودة بهوامش أو المضمونة بضمان عيني collateralised- دورًا مماثلا. وتكمن أفضلية المستحقات الآجلة على الوسائل الأخرى في أنها تستخدم البورصة طرفًا آخر في كل صفقة، تلك الصفقة التي تعني- حين تمتزج مع هامش ابتدائي مناسب- أن هذه الأسواق توزع المخاطر مع توقع ضئيل لعدم السداد. وحتى حين يعجز المستفيدون عن السداد، فإن المقاصة تكون قد امتصت الصدمة.

المواءمة بين عقود المستحقات الآجلة أدت إلى حدوث انفجار في تجارة المشتقات المدرجة في البورصة

أدت المواءمة بين عقود المستحقات الآجلة إلى حدوث انفجار في تجارة المشتقات المدرجة في البورصة. فقد زادت عقود المستحقات المتداولة من ٢٦ مليون عقد بقيمة اسمية مقدارها ١٠ تريليونات دولار في عام ٢٠٠١ إلى ١٥٥ مليون عقد متداول بقيمة اسمية مقدارها ٢٨ تريليون دولار عام ٢٠٠٧. ويعكس الصعود المفاجئ لدورة رأس المال زيادة مباشرة في السيولة. وفي ٢٠٠١، بلغ عدد المستحقات الآجلة التي تم التعامل عليها ٣٤٥ مليون عقد بقيمة اسمية مقدارها ١٠٩ تريليون دولار. وفي ٢٠٠٧، كان هناك ١,٥ مليار من التعاملات على المستحقات الآجلة بقيمة اسمية بلغت ٤٥٧ تريليون دولار، وهو ما يصل إلى عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي السنوي للعالم والمقدر بنحو ٥٣ تريليون دولار.[٦]

ومع أن المستحقات الآجلة إضافة هامة إلى المنتجات المالية، فإن الكثير من الوسائل المستحدثة ركزت على حلول العمليات التي تتم 'خارج البورصة' **over-the-counter** التي تصمم الحلول وفقًا لضرورات معينة ولكنها تعتمد على قدرة كل من طرفي الصفقة على السداد. وتعتبر مقاصات أسعار الفائدة المثال الأكثر نجاحًا لوسائل العمليات التي تتم خارج البورصة، لكن هناك وسائل أخرى كثيرة. وقد أدى الرواج في صفقات الديون المتأخرة، والانهيار الاقتصادي الذي كان من الطبيعي أن يُحدثه مثل هذا الرواج أثناء الأزمة المالية، إلى انتقال هذه الصفقات إلى دار المقاصة (بواسطة المسئولين القانونيين) وهو ما أدى إلى عدم التركيز على كشف الأطراف الأخرى في هذه العمليات.

الواقع أن مقاصة السداد الآجل تعمل كسياسة تأمينية ضد تخلّي الشركات عن السداد، حيث يتعهد بائع عقد المقاصة بأن يدفع القيمة الاسمية للسند إن اكتشف ناشر السند 'واقعة مد الأجل' **credit event**– أيّ تأخير السداد على الأرجح. وبالمقابل، يتعهد المشترى أن يدفع دفعة من الحساب للبائع كل ربع سنة. وفي الواقع، فإن المشترى يقوم بشراء حق البيع الآجل **put option** الخاص بالشركة ذات الأولوية.

وهناك تشكيلة من مقاصات أسعار الفائدة ومقاصات عدم سداد الديون يمكن أن تحدث وضعًا استثماريًا مشابهًا لحيازة سندات الشركات، ولكن بدون أن تكون هناك ضرورة لدفع أموال كثيرة. وبحلول منتصف عام ٢٠٠٧، قدّر مصرف التسويات الدولية أن الحماية الاسمية الخاصة بالتخلف عن سداد

المديونية في المقاصات المستحقة الدفع بلغت ٤٥,٢ تريليون دولار[٧]- وهو ما يقترب من جملة الناتج المحلي الإجمالي للعالم.

إن مقاصات التخلف عن سداد المديونية تعمل على تحويل الفائض النقدي إلى أسواق سائلة بنفس الطريقة التي تنشأ بها أسواق المستحقات الآجلة. فالمستثمر يمكنه أن يضع معظم أمواله في البنك، لكنه يظل عرضة لفوائد سندات الشركات. ويُعتبر النقد الإضافي المتاح للمستثمرين وسيلة من وسائل تسييل ميزانيات الأطراف الأخرى، مما يدفع إلى المزيد من الاستثمار.

وقد ساعدت المشتقات على زيادة السيولة، كما زادت من الحماية ضد المخاطر المالية ومن التعرض لها في آنٍ واحد، ولكنها تركز في نفس الوقت على المخاطر التي قد تصبح شديدة الضرر. وهي تعمل أيضًا على تنميط خصائص الوسائل التي تقوم بتغطية مراكزها الآجلة، تلك الوسائل التي يمكن أن تحدث المخاطر إن جفت السيولة. وغالبًا ما يشمل هذا التوحيد مواعيد ثابتة تنتهي بانتهائها. وغالبًا ما تكون هذه المواعيد في منتصف الشهر الأخير من ربع السنة. ويطلق على هذه المواعيد اسم مواعيد سوق المال العالمي (IMM). وقد أدى هذا التركيز على المدفوعات إلى حدوث ضغط حتى خلال الأوقات العادية. أما في أثناء الأزمة، فقد يزيد هذا التركيز من التوترات لتصل إلى درجة مرعبة. وقد ارتبط تاريخ سوق المال العالمي بسلسلة طويلة من إخفاقات المنظومة المالية.

ومع اقتراب موعد سوق المال العالمي في سبتمبر ٢٠٠٧، انهار مزوّد الرهن العقاري البريطاني نورثرن روك **Northern Rock**. وقبل أن يحل الموعد التالي لسوق المال العالمي بقليل، في ديسمبر ٢٠٠٧، اضطر بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى ضخ كميات كبيرة من السيولة. وفي الأسبوع الذي يحل فيه موعد سوق المال العالمي في مارس ٢٠٠٨، انهار بنك بير إستيرنز؛ وفي مدة تقترب من موعد سوق المال العالمي في يونيه ٢٠٠٨، تم وضع مؤسستى الرهن الأمريكيتين فاني ماي وفريدي ماك تحت "الوصاية"؛ وفي الأسبوع الذي يحل فيه موعد سوق المال العالمي من سبتمبر ٢٠٠٨، انهارت مؤسسة ليمان براذرز **Lehman Brothers**. وكان يمكن لمعظم هذه العثرات أن تحدث كما كان متوقعا، لكن العامل الأقوى كان ضغط المدفوعات الذي ركز على مواعيد سوق المال العالمي. وفي أوقات الأزمة، كان هذا يشجع البنوك لأن تصبح أكثر يقظة من الأطراف الأخرى، أو كان يُعتبر عاملا قويًا لانهيار الشركات الأضعف. وبسبب المسئولين الذين يرون ضرورة توجيه المزيد من الوسائل للتداول النقدي على اعتبار أن في ذلك حلا للأزمة، فإن هذه المشكلة قد تزداد سوءًا في المستقبل.

كلما قلّت التكلفة كانت المنافسة أشد

الدافع الوحيد الأكثر أهمية لتفجر المشتقات هو تيسير حصول المستثمر أو البنك على السيولة. وهذا يشمل التكلفة الأقل نسبيًا. ودعنا نعود إلى ما كتبه ميرتون ونتمعن فيما قاله:[٨]

'قد تكون تكلفة تنفيذ الإستراتيجيات المالية للمؤسسات التي تستخدم المشتقات هي العُشر أو جزء من العشرين جزءًا في ترتيب تكاليف استخدام الأوراق المالية التي لها أولوية في سوق الدفع الفوري (العاجل) underlying cash-market securities. ونحن حين ننظر إلى المستقبل بمثل هذه الأشكال من مدخرات التكلفة coast savings، فليس معنى ذلك أننا نعود إلى الماضي. فالمشتقات طرف دائم في الاتجاه السائد للمنظومة المالية للعالم'.

وكان بوسعه أن يضيف أننا لو عدنا إلى الماضي لوجدنا أن أي قرار يكون محملا بتكاليف ثقيلة جدًا بالنسبة للمقترضين والمستثمرين معًا.

لا مفر، إذن، للبنوك من التنافس. فالمشتقات المنخفضة التكلفة ذات حدين بالنسبة لمن يخترعونها، وكذلك بالنسبة للمنتجات التي زادت عدد المستثمرين القادرين والراغبين في استخدامها لمنافسة البنوك. وقد جاء التنافس ليس فقط من جانب المؤسسات التي لديها كميات ضخمة من المال بل ومن جانب كل من استطاع اقتراض ما يكفي للدخول في السوق، مثل صناديق المضاربة وحتى الأفراد. كما أن الانطلاق المفاجئ في المشتقات أدى إلى زيادة ما يعرف باسم 'مخاطر الطرف الآخر' counterparty risk، أيْ خطورة عدم سداد الطرف الآخر للصفقة. وقد يستمر بعض هذه العقود لمدة خمسين عامًا. وزادت احتمالات الطلب المفاجئ على 'النقد الفائض'

زيادة كبيرة، الأمر الذي قد يكون مدمرًا للمستثمرين وأطرافهم الأخرى إن عجز المستثمر عن السداد أو كان يواجه مخاطر عدم القدرة على السداد.

هذا قول ينطوي على تناقض، فمنظومة المطالبات غير المتوقعة – وليس المطالبات المتفق عليها– هي أساس المشتقات. فالشيء الطارئ مقبول على نحو واسع باعتباره أفضل السبل إلى تقليل الخطر المالي عن طريق توزيعه بصورة واسعة. ومن الناحية النظرية، يمكن استخدام الأوراق المالية التي تؤدي إلى ترحيل عمليات السداد من فترة إلى أخرى، أو من موقع إلى آخر، بهدف توزيع الخطر عبر الزمان والمكان (وكما رأينا، فإن هذه هي إحدى وظائف التمويل عند ميرتون). فلابد أن يقلل هذا تقلب وخطر كل ما له صلة بتلك العملية.

المشكلة هي أن ترحيل الخطر

المالي قد يحدث في اتجاهين

المشكلة هي أن ترحيل الخطر المالي قد يحدث في اتجاهين، فالتكاليف المنخفضة للصفقات والمحاسبة، إلى جانب تعرضها لأن تكون خارج الميزانية، يشجع على التركيز على استخدام المشتقات. فالترحيل الخطر مازال يحدث، لكنه يمكن أن يتخذ شكل خطر الاقتراض من أماكن أخرى وفترات مستقبلية بدلا من مجرد ترحيله. هذا ما حدث في الكثير من البنوك أثناء فقاعة الائتمان **credit bubble**، بما في ذلك بنك سويسرا المتحد، مكان عملي سابقًا. كما أن البنوك توقعت ما هو أكثر من ترحيل الخطر للآخرين.

ضمان السندات برهن كان التحديث الأهم لتفادي المخاطر

الطرق التقليدية لضمان السندات برهن تجتذب تراكمات القروض داخل وعاء لها هدف معين وتصدر أوراقًا مالية ذات دخل ثابت العائد للمستثمرين، الأمر الذي يؤدي بهم إلى نقل رأس مالهم وتدفقاتهم النقدية من تراكم الأصول ذات الأولوية. فحتى حين لا تكون هناك قيود مالية على البنوك، فإن ضمان السندات برهن يمكن أن يقلل تكلفة الاعتماد الائتماني عن طريق توسيع حتمي لحجم ميزانيات القطاع المصرفي بحيث تمتد هذه الميزانيات إلى خارج إطار البنوك. وبذلك، أصبح المشترون للأصول المضمونة برهن، مثل شركات التأمين أو صناديق المعاشات، يديرون أعمال الائتمان. وهذا هو أساس ما أصبح معروفًا باسم نموذج 'أنتج ووزّع' **originate and distribute**؛ وهو إجراء تُنشئ البنوك بموجبه القروض ويوزعون الأصول الناشئة المضمونة برهن بين المستثمرين.

هذه العملية ذات نفع كبير لكل ما في المجتمع، فهي تعمل على توزيع خطر الائتمان بين الكثير من الأطراف. ولكن، نظرًا لأن استخدامها لأول مرة كان في سبعينيات القرن، فإنها كانت تستخدم دائمًا لإبعاد الخطر عن ميزانية البنوك. لكن هذا يكون خطيرًا إذا كان الوعاء القائم خارج الميزانية **off-balance-sheet vehicle** في حاجة إلى تدعيم من جانب البنك الراعي، وذلك كما فعل معظم البنوك عام ٢٠٠٧.

إذا كانت التحديثات المالية تمثل اضطرابًا للمقاييس التقليدية للاستثمار، فإنها يمكن أيضًا أن تكون مدمرة لتقديرات الأوعية الضريبية كما تؤكد عملية ضمان السندات. ويقدم ميرتون مثلا للطريقة التي يمكن للضوابط القانونية أن تفقد الكثير من مدلولاتها في عالم المشتقات.(٩)

> 'الضوابط القانونية تقول: إن البنوك يتعين عليها أن تخصص الكثير من الرساميل في مواجهة صكوك الرهن بدلا من تخصيصها لمواجهة خطر سندات الخزانة الأقل شأنًا. لكن من الواضح أن هذا أكثر تكلفة. فالمشتقات تمهد الطريق نحو هذه المشكلة. فلو أن البنك استمر في تشغيل سوق الرهن، بمعنى الإنشاء وخدمة العملاء، ثم باع صكوك الرهن واستخدم الحصيلة في شراء سندات الحكومة الأمريكية، لما كانت السندات الحكومية، بموجب قواعد مصرف التسويات الدولية، لتوفر الحاجات الرأسمالية، وما كان ليصبح للبنك أيّ حجية رأسمالية'.

كان في إمكان عمليات البنك أن تتلقى المعادل الاقتصادي لحيازة صكوك الرهن عن طريق الدخول في عمليات إهلاك لعقود المقايضة التي يتلقى البنك من خلالها جملة إيرادات صكوك الرهن... وتدفع عائدات سندات الخزانة للأطراف الأخرى للمقايضة. وتكون النتيجة الصافية لهذه السلسلة من الصفقات هي أن البنك يتلقى عائدات على صكوك الرهن كما لو أنه استثمرها استثمارًا مباشرًا. ويبدو أن الحساب الرأسمالي لبنك التسوية الدولية

تبرز المطلب الرأسمالي باستخدام أسلوب المقاصة على أنه ٠,٥ بالمئة (بدلا من ٤ بالمئة)...

> 'ليس المقصود من هذه الملاحظات أنها نقد حاسم لأولئك الذين يفرضون الضوابط القانونية. فهي على العكس محاولة للتأكيد على أنه ينبغي، بالأساس، إعادة تعريف الكثير من تلك المقولات القانونية حتى تصبح قادرة بصورة جادة على فرض الضوابط القانونية. هذا مرعب ومثير في آن واحد'.

مخطئ من ظن أن هذه العملية، أيّ عملية ضمان السندات برهن، تأتي بصورة ما في مواجهة القواعد، أو أن نقل الإقراض إلى خارج ميزانية البنوك عملية مرفوضة تمامًا. وقد شجعت الحكومة الأمريكية ضمان السندات برهن بالتحديد بسبب أن هذه العملية أطلقت يد البنوك لتوليد قروض كثيرة لصالح رأسماليهم. وبالمثل، شجعت على ذلك البنوك المركزية والمسئولون القانونيون في أوروبا. وكان ضمان السندات برهن ناجحًا لأن الطلب على تمويل الإسكان كان قد تجاوز قدرة البنوك على توفير الأموال بالطريقة التقليدية. فتوفير القرض المضمون برهن كان مقصورًا دائمًا على البنوك التقليدية منذ الحرب العالمية الثانية، وقد أقرت الحكومة بصحة ضمان السندات برهن للوفاء بحاجة الطلب دون تغيير لقواعد رأس مال البنك. وكان هناك بالطبع تناقض أساسي في تشجيع الحكومة للبنوك على تخطي النظام القانوني في حين أنها تدعم القواعد الرأسمالية من الناحية الرسمية. وكان

الجزء الأكبر من هذا التناقض قائمًا على المكاسب السياسية التي أتاحها التحديث المالي، وذلك بالإضافة إلى تزايد التنافس الدولي.

كان الجزء الأكبر من هذا التناقض قائمًا على المكاسب السياسية التي أتاحها التحديث المالي

إن العنصر الرئيسي في ضمان السندات برهن هو تحويل الديون إلى أوراق مالية. وقد كان من الصعب دائمًا تقدير قيمة الديون. ومن الناحية الأخرى، فإن الديون حين تصبح أوراقًا مالية، فإنها تكتسب أيضًا سعرًا، وهي لذلك قيمة ملحوظة. وهناك أيضًا ما يبرر رؤية دعاة ضمان السندات برهن وهو أن هذه العملية كشفت معلومة كانت خافية من قبل، ألا وهي تحديث الكفاءة. وكان ضمان السندات برهن لهذا السبب، وسيلة تحديث كفاءة ووسيلة لتفادي العقبات في نفس الوقت.

عيوب ضمان السندات برهن

على مر الزمن، كان ضمان السندات برهن يطرح دوافع متناقضة ومزيدًا من التعقيد. وقد تم بوجه خاص الهجوم على الرسوم المتعلقة بإنشاء السندات المالية، وتكديس الأوراق المالية ضمن أوراق مالية أخرى، وتعهدات التصنيفات الرفيعة المستوى، باعتبار أن كل ذلك عناصر للأزمة الطاحنة. وغالبًا (وليس دائمًا) ما قامت أشكال أعلى من ضمان السندات برهن، مثل الديون المقيدة بضمانات عينية، بابتكار حل واضح بالاعتماد على

السيولة العالية- إلى أن بينت الظروف الأسس غير الآمنة التي بنيت عليها هذه الضمانات. وقد أدى البحث عن الحصيلة عقب انخفاض مؤشر أسعار الفائدة بالبنك المركزي عام ٢٠٠٣ إلى المزيد من هذه المنتجات كلما سعى المستثمرون إلى زيادة العائدات.

وفي تقريره بشأن الاستجابة للأزمة المصرفية العالمية، الصادر في مارس ٢٠٠٩، قال لورد تيرنر **Lord Turner**:[١٠]

> "تدخل القروض الائتمانية المضمونة برهن كوسيط قد يؤدي إلى خفض مخاطر المنظومة المصرفية بكاملها، ذلك في حين أن البنك المنشئ لهذه القروض قد يمكنه مواجهة بعض المخاطر الائتمانية حتى يتم وقف بعضها بواسطة البنوك الأخرى التي تقوم بدور المستثمرين، لكن من الممكن أن تنجح الكثير من هذه المخاطر في الوصول إلى المستثمرين خارج البنك. ولذلك فإن هناك احتمالات أقل لأن تؤدي الخسائر الائتمانية إلى عجز في المنظومة المصرفية. لكن هذا ليس هو ما حدث. ففي وقت الحساب... فإن غالبية حيازات الائتمان المضمون برهن، والغالبية العظمى من الخسائر الناشئة، لا تكون مقيدة في دفاتر المستثمرين الآجلين أو المستثمرين في المستقبل الذين يعتزمون حيازة الأصول المالية حتى موعد الاستحقاق، ولكنها تكون في دفاتر البنوك المدعومة جيدًا

والمؤسسات الشبيهة بالبنوك. وترك النموذج الجديد الجزء الأكبر من المخاطرة ليظل في جانب من جوانب ميزانيات البنوك والمؤسسات الشبيهة بالبنوك ولكن بطريقة أكثر تعقيدًا وأقل شفافية'.

وفي الولايات المتحدة، تزايدت إصدارات جديدة من ضمان السندات برهن من ٦٨٤ مليار دولار عام ٢٠٠٠ لتصل إلى ذروتها بنحو ثلاثة تريليونات دولار عام ٢٠٠٣، ولكنها ظلت تنخفض تدريجيًا بعد ذلك لتصل إلى ٢ تريليون دولار عام ٢٠٠٧[١١]. ولو أن أخطاء حدثت بمثل هذا النطاق الواسع للإقراض، لكان هناك خطر أن يؤدي فشل أحد المنتجات إلى انتشار هذا الفشل داخل المنظومة كلها.

فشل أحد المنتجات قد يؤدي إلى خطر

انتشار هذا الفشل داخل المنظومة كلها

وهناك تطابق بين تزايد سندات الرهن في العشرين عامًا الماضية وتزايدها المثير المماثل في عشرينيات القرن الماضي، والذي أدى بطبيعة الحال إلى الأزمة الكبرى لعام ١٩٢٩. ففي عام ١٩٢٢، كانت هناك سندات رهن غير مسددة قيمتها ٦٨٢ مليون دولار. وبحلول عام ١٩٢٩ زادت هذه القيمة لتصل إلى ٤ مليارات دولار. وبهذه الطريقة على الأقل، تضاعف الرواج- والكساد- في الفترة الأخيرة بنحو ألف مرة تقريبًا عنه في عشرينيات القرن الماضي. وقد كان السبب في مثل هذه الزيادة هو السيولة

التي وفرتها السندات بالمقارنة بقروض الرهن السائلة التي تم فرضها على ميزانيات البنوك وفي 'جمعيات البناء والقرض'. كذلك شهدت سوق الرهن في العشرينيات مشاركين جدًا بغرض الاستفادة من السيولة الزائدة حين تقوم شركات التأمين على الحياة بزيادة استثمارها في صكوك الرهن. فالمشاركة الزائدة دائمًا ما تؤدي إلى المنافسة.

معدلات متذبذبة في النمو

كانت معدلات النمو لكل أنواع المشتقات مذهلة. ورأينا من قبل الأرقام التي ارتبطت بالمستحقات الآجلة **futures**. فقد زاد رقم تصفيات الأسهم التي تم التعامل عليها في البورصة من ٣٣٤ مليون اتفاق إلى ٩٨٥ مليونا بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٧، بمعدل زيادة مقدارها ٢٥ بالمئة سنويًا. والواقع أن التصفيات - باعتبارها مديونيات طارئة- يمكنها أن تعزز الثقة وبالتالي السيولة. لكن التصفيات، على خلاف الكثير من المنتجات المالية، استمرت في رفع المبيعات منذ بداية الأزمة المالية. وباعتبارها شكلا من أشكال التأمين، فإن المتوقع أن تحتفظ هذه التصفيات بمعدلها الجديد في النمو.

كم زادت حركة مشتقات الائتمان المصرفي زيادة كبيرة. فقد زادت مقاصات الديون الائتمانية غير المسددة - وهي شكل من أشكال التأمين على دين الشركة- بمعدل سنوي قدره ٢١٠ بالمئة سنويًا بدءًا من عام ٢٠٠٤ فصاعدًا. وعلى غرار الاختيارات المألوفة، واصلت حركة مقاصات الديون غير المسددة نموها بشدة بعد أن بدأت الأزمة المالية، وهذه هي إحدى سمات

احتماليات حدوثها وقابليتها للتأمين. وربما تؤدي تسوية المبادلات إلى تعزيز جوانبها الجذابة.

كانت الديون المقيدة بضمانات عينية هي الطفل غير الشرعي لضمان السندات برهن- المشتق الائتماني السيئ السمعة. ويدخل الدين المقيد بضمان عيني محفظة السندات في مختلف أشكال سداد الديون؛ وتتسلم أصغر شريحة مسعرة أو شريحة 'السهم' القسيمة أو الكوبون عندما يتم سداد كل الشرائح الأخرى من السندات التي تشكل أساس البنية، وليس قبل ذلك. وقد تمت محاصصة الخسائر على مستوى البنية بالكامل بحيث يتم دائمًا سداد الشريحة الأقدم أولا ما لم يحدث حادث كارثي لمحفظة السندات بكاملها. وتتيح الديون المقيدة بضمانات عينية، مثل الودائع الاستثمارية في عشرينيات القرن الماضي، إمكانية الوصول إلى أصناف من الأصول يمكن أن تكون متاحة بطريقة أخرى.

الديون المقيدة بضمانات عينية ألقت بسندات غير نقدية ومعها تصنيفات أقل قيمة- كحزمة واحدة- داخل منتج يُفترض أنه أعلى تصنيفًا. ومن ثم فإن الدين المقيد بضمان عيني يحاول أن يحسن درجة تصنيفه الائتماني الذي له أسبقية في السداد- ولكن بدون نجاح كبير في الوقت القريب. لقد عولجت هذه التصنيفات في الغالب باعتبارها وسيلة للحصول على محافظ قروض عالية المخاطر خارج ميزانيات البنوك، وذلك بافتراض الإبقاء على الأجزاء ذات القيمة العالية فقط. ومن كل الوسائل الكثيرة التي تم تصميمها لاجتذاب السيولة، أحدث الدين المقيد بضمان عيني ضررًا بالغًا

للمنظومة المالية في الأزمة الأخيرة أكثر من أيّ نوع آخر. لكن هذه لم تكن هي المرة الأولى التي اتضح فيها أن بنية المنظومة مثار خلاف. فالديون المقيدة بضمانات عينية أحدثت خسائر بعد أزمة تجارة الإنترنت **dot.com bust**، مع أن الوسائل التي لها الأولوية كانت هذه المرة ديون شركات وليست ديونًا مضمونة برهن.

وعلى المستوى العالمي، زاد الدين المقيد بضمان عيني من أربعة مليارات دولار أمريكي عام ١٩٩٥ إلى ٢٥ مليار دولار عام ٢٠٠٤ ثم إلى ١٨٠ مليار دولار في الربع الثاني من عام ٢٠٠٧. ثم تراجع إلى ٥ مليارات دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٠٨.

أسرع أداءً من أيّ وقت مضى

يمكننا أن نختار أوراقًا مالية رديئة جدًا، مثل الديون المقيدة بضمانات عينية، لكن التحديث المالي لا يعتمد، في الواقع، إلا على الأفكار السابقة. ومن هنا، كان المنطق الذي أفضى إلى الديون المقيدة بضمانات عينية كامنًا في قلب الكثير من المنتجات الأقدم، خصوصًا ضمان القروض برهن. وقد كان ثمة اختلاف فى القدرة على تجهيز وتسعير وتسويق أعداد كبيرة من العقود، الأمر الذي جعل ظهور هذه المنتجات التنافسية أمرًا ضروريًا. وكان هذا يؤدي إلى قلق المسئولين القانونيين من حين إلى آخر؛ لا بسبب أن المنتجات زادت من مخاطر الائتمان تحديدا ولكن لأن كفاءة الاتجار وسرعة أداء المؤسسات المشتغلة بالتجارة تسببت في حدوث اختناقات في إقرار

أوضاعها. في عام ٢٠٠٤، أصر المسئولون القانونيون في أمريكا وأوروبا على أهمية إنهاء صفقات الديون المقيدة بضمانات عينية فور انتهاء العملية التجارية، وذلك من أجل الحد من خطورة الطرف الآخر. وفي الواقع، كان المسئولون يشكون من أن المرافق المصرفية القديمة لم تكن تواكب الدورة المتسارعة لرأس المال. كان ذلك علامة معبرة. فالمسئولون لم تكن لديهم مخاوف بشأن المنتجات التي أضافت كفاءة كبيرة إلى المنظومة، ولكن ما أقلقهم هو البطء في أداء المنظومة. لقد كان هدف المسئولين، وكذلك البنوك، هو الإنتاج الأسرع.

المنظومة المصرفية الخفية شوّهت الأموال وأوعية الاستثمار المنظم

القواعد تؤدي إلى انحرافات يسعى التحديث إلى استغلالها. فالضوابط القانونية على القرض المصرفي وصكوك الرهن العقاري أدت إلى ضمان السندات برهن. وأدى ضمان السندات برهن إلى صناعة كاملة لتفادي الضوابط القانونية. وفي كلمته التي ألقاها عند حصوله على جائزة نوبل عام ١٩٩٧، قال شولز: 'يستحيل تقريبًا الإبقاء على ضوابط قانونية تعمل على تقييد الأنشطة في إحدى الصناعات في حين أن هناك منافسين جدًا لا تقيدهم قيود يباشرون أنشطة تجارية تدر أرباحًا في نفس الصناعة'. وكان في إمكان شولز أن يتحدث عن رد الفعل المصرفي لفرض قواعد اتفاق "بازل" الأول حول البنوك بشأن الكفاءة الرأسمالية. فلقد أدت قواعد بازل بصورة مباشرة إلى ظهور أوعية الاستثمار المنظم **Structured Investment Vehicles**

و'القنوات'. لقد كانت هذه الأوعية والقنوات وسائل مبتكرة تم تصميمها لتفادي الضوابط القانونية المصرفية.

وأدى رفع القيود عن الصناعة المصرفية، في ثمانينيات القرن الماضي وما بعدها، إلى تزايد سماسرة الرهن، وشركات تمويل السيارات، وشركات البطاقات الائتمانية. وفرضت قواعد المواءمة الرأسمالية عن طريق قواعد بازل لتعزيز المنظومة المصرفية التي قامت بتنظيم مخاطرها ورءوس أموالها بما يتناسب مع تجنب المخاطر التي قد تتعرض لها المنظومة. كما أوضحت القواعد أن البنوك كانت على الدوام في وضع غير مواتٍ قياسًا بالمقرضين المتخصصين. وهكذا أصبح من الضروري أن يتم إيجاد وسائل حديثة للالتفاف على القواعد.

وقد أتاحت أوعية الاستثمار المنظم **SIVs** للبنوك فرصة أن توسع نشاطها في مجال الإقراض بعيدًا عن قواعد النظام القانوني للرأسمالية. وبهذا الشكل كانت أوعية الاستثمار المنظم مشابهة لضمان السندات برهن نظرًا لأنها دأبت على استخدام السندات المضمونة برهن بوصفها استثماراتها الرئيسية. وعلى ذلك، فإن إنشاءها وسع دائرة القروض المضمونة برهن، كما أوجد مستثمرًا مفتونًا بالمنتجات التي أنشأتها البنوك خلال عملية الإقراض.

وهكذا قامت أوعية الاستثمار المنظم بدور 'منظومة مصرفية خفية' **shadow banking system**، وهذا مصطلح صكه بيمكوس بول ماكولي

Pimco`s Paul McCulley [٢٢] لوصف مجموعة الشركات التي تعمل خارج نطاق المنظومة المصرفية التقليدية المعروفة التي لا تركز إلا على توفير القروض الائتمانية بدون الإجراءات المكلفة التي تتطلبها البنوك. وهذه العملية معروفة أيضًا بوصفها المراجحة(*) التنظيمية، وكانت أيضًا 'وسيلة التفادي' التي لا مثيل لها.

قد لا تكون مثل هذه الأوعية

مجدية بدون تطوير النظام القانوني

مثل هذه الأوعية قد لا تكون مجدية بدون تطوير النظام القانوني. كما أن مسئولي العمل المصرفي لا يعارضون في الوقت الحالي على الأداء الصريح لهذه الأوعية. فقد كان يبدو أن المنظومة يمكن تعمل بصورة جيدة لفترة طويلة. قال ألان جرينسپان عام ١٩٩٨:[٢٣] 'يجب أن أشدد على أن المراجحة التنظيمية لرأس المال ليست عديمة الأهمية بالضرورة... فالمراجحة قد تقلل المتطلبات الرأسمالية الضرورية بما يتناسب ومواجهة بعض الأنشطة المأمونة التي قد تضطر البنوك إلى إسقاطها بمقتضى النظام القانوني.' ... لقد كان هناك تواطؤ واسع النطاق بين البنوك والمسئولين القانونيين بشأن مثل هذا النوع من تفادي القوانين على جانبي الأطلنطي.

(*) المراجحة arbitrage، في أبسط معانيها، هي شراء العملة في سوق وبيعها في سوق أخرى بثمن أعلى. (المترجم)

وعاء الاستثمار المنظم شركة تمويل تستثمر في المديونية المصرفية الآجلة السداد (المنتجات المضمونة برهن بصورة متكررة) وفي سندات التمويل المنظمة، مثل السندات المضمونة بالأصول، وفي ذات الصناديق التي تستخدم الورقة المالية القصيرة الأجل والأسهم الرأسمالية. وقد تكون الأسهم الرأسمالية للشركة مملوكة من جانب البنوك الراعية المستفيدة من منشأة لا تراعي قواعد المواءمة الرأسمالية.

ومن الضروري للوعاء الاستثماري المنظم أن يبقي على تصنيفه العالي لأن ذلك يعني أنه يمكن أن يمول نفسه بسعر منخفض، وذلك عن طريق برنامج للأوراق التجارية في العادة، على حين أن الاستثمار في الأصول التي تغل عائدًا أفضل يسلك فعليًا المسلك التقليدي للبنك. ويمكن للوعاء أن يحصل على أعلى تصنيف عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية ذات التصنيف الأعلى (AAA) فقط. والغرض من إنشاء وعاء استثمار منظم هو جني عائدات عن الأصول أعلى من سعر الفائدة السائد بين البنوك في لندن (Libor)، على حين أن التمويل يتم بأسعار تقل عن أسعار 'ليبور'.

ويمكن لوعاء الاستثمار المنظم أن يعمل كمستثمر في الأوراق المالية التي يصدرها له البنك الراعي، وذلك في الوقت الذي يسدد فيه لأحد البنوك عائدًا قد لا يمكن للبنك نفسه أن يكسبه، وذلك بسبب طبيعة تمويله والقيود التي يفرضها النظام القانوني.

أنشأ بنك سيتي بنك Citibank أول شركة لوعاء استثماري منظم عام ١٩٨٨ وأطلق عليها لقب 'ألفا' Alpha، وقد شكلت هذه الشركة، هي وتوأمتها 'بيتا' Beta، 'عالم الاستثمار المنظم'، ثم ظهرت شركة غورديان نوت Gordian Knot عام ١٩٩٥ وأنشأت وعاءً أطلقت عليه لقب 'سيجما' Sigma. وقد كانت غورديان نوت شركة مستقلة تقدم خدماتها للبنوك التي كانت في حاجة إلى عدم الإقراض من موازناتها العامة. وفي العشرة أعوام التي أعقبت ظهور 'سيجما'، تم طرح عشرين وعاءً أخرى للاستثمار المنظم. وتجيء أهمية أوعية الاستثمار المنظم ليس من كثرة أعدادها لكن من الطريقة التي تتخذها في إعادة تفسير القواعد التنظيمية لرءوس أموال البنوك، وكذلك من تشجيعها لسوق ضمان السندات برهن في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والقارة الأوروبية.

اشترت أوعية الاستثمار المنظم أوراقًا مالية مضمونة برهن في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وإسبانيا وأيرلندا وفرنسا وألمانيا. واستعانت بنوك من كل هذه البلاد بأوعية الاستثمار المنظم للحصول على تمويل وأوراق مالية جديدة مع أنها حصّلت رسومًا على الصفقات. ولا توجد في الولايات المتحدة صناديق مالية بعيدًا عن سيطرة البنك المركزي أو المسئولين التنظيميين، لكن تأثير هذه المجموعات واضح بجلاء في كل من أوروبا والمملكة المتحدة في بيانات الاعتمادات المالية (١٤) money supply data. وفي القرن التاسع عشر، سعى ميثاق تأسيس البنوك Bank Charter Act إلى حظر إنشاء التأمين المصرفي إلا في حدود الأموال المقررة رسميًا.

وفي الأعوام العشرين الماضية، بدأ التشجيع بصورة رسمية، حتى من جانب مسئولي البنوك المركزية، على إنشاء الائتمان المصرفي وسيلة لتوفير ما يكفي من الاعتمادات المصرفية، مع الظهور في نفس الوقت بمظهر الملتزم بالقواعد.

أجهزة الكمبيوتر تغير كل شيء

التحديث المالي الذي ساد العمل المصرفي في العقد الماضي هو، في الأغلب، تعبير عن تحديث أكبر في تكنولوجيا المعلومات. لقد أثرت ثورة الاتصالات في كافة أوجه الحياة في العالم المتقدم، وفي جزء كبير من العالم النامي. وكسرت تكنولوجيا المعرفة الأساليب الفنية المقبولة للاستثمار وأعاقت توفير الائتمان المصرفي بواسطة نظم اقتصادية متقدمة. ومن المتاح حاليًا ليس للبنوك وصناديق التمويل فقط ولكن لأيّ متصفح لشبكة الإنترنت الحصول الفوري واللحظي على سيل الأخبار وعلى الصفقات التجارية. وقد كانت الأساليب الفنية للمقارنة والتحليل بادئة لتوها في بداية العقد الماضي ومقصورة في الغالب على البنوك القادرة على توظيف أموال ضخمة في البحث العلمي. ولم يكن التحليل المتعمق للمعلومات، ولا الصفقات الفورية، متاحًا خارج نطاق هيئات التمويل المتخصصة حتى السنوات الأخيرة من تسعينيات القرن الماضي.

أمّا الآن فإن كل شيء متاح لكل شخص لديه رغبة في البحث عنه أو استقصائه. وفي العقد الماضي، انتشرت هذه الأساليب الفنية سريعًا خارج

نطاق البنوك ولكنها أصبحت اليوم في متناول استخدام أيّ شخص تقريبًا بطريقة أو بأخرى. والواقع أن إضفاء الطابع الديمقراطي الغربي على الصفقات المالية وكذلك الطابع الغربي للتحليل قد قللا بشكل عميق من قدرة البنوك على الاستفادة من تحكمها في المعلومات. وأصبح في إمكان أمناء خزائن الشركات، وصناديق المضاربة، والصناديق التعاونية، وغير ذلك، الحصول على المعلومات التي لم تكن متاحة في الماضي إلا للبنوك.

كما أصبح في استطاعة عموم الناس أيضًا أن يحصلوا على المعلومات التي كانت في الماضي حكرًا على الغرف التجارية للبنوك. وكان الدليل الذهبي للمستثمرين IG Index(*) أول شركة أنشأت برنامجًا للإعلان عبر الإنترنت عن المراهنات المالية. وفي ١٩٩٨، كان لدى الشركة ما يزيد قليلا على ٥٠٠٠ عميل يستخدمون خدماتها في مجال المنتجات المالية. وبحلول ٢٠٠١، زاد هذا العدد إلى حوالي ١٥٠٠٠، وفي عام ٢٠٠٨ ارتفع العدد إلى ٥٦٠٠٠. واتسع نطاق المنتجات التي توفرها الشركة من الأسهم المتداولة في المملكة المتحدة ليشمل المستحقات الآجلة لأسعار الصرف والسندات والعملات؛ ومنذ عقد واحد مضى كانت هذه المنتجات متاحة لأصحاب المهنة فقط. أما اليوم، فإن في متناول المرء أن ينشأ على موقع IG Index نفس تلك المعاملات التجارية التي أحدثت عام ١٩٩٨ مشكلات للإدارة المالية طويلة الأجل الخاصة بصناديق المضاربة.

(*) Investors Gold Index. (المترجم)

التحدي المعلوماتي الذي فرضته شبكة الإنترنت يمكن أيضًا أن يصيب العمل المصرفي بحالة من الاضطراب

إن التحدي المعلوماتي الذي فرضته شبكة الإنترنت يمكن أيضًا أن يصيب العمل المصرفي بحالة من الاضطراب. ألق نظرة، على سبيل المثال، على موقع **YouWalkAway.com** على الإنترنت. ففي أعقاب رواج الرهن العقاري، كان الموقع يدعو المقترضين قائلا 'امنعوا شركة الرهن التي تتعاملون معها من الاتصال بكم'، وكان يقدم النصح بشأن المدى الزمني الذي يمكن للمقترض المتخلف عن السداد أن يعيش في منزل بدون سداد مدفوعات الرهن. وكذلك يسعى إلى شرح ما هي التدابير اللازمة لضمان ألا يضر بيع العقار المرهون بتصنيف المركز المالي للمقترض برغم عدم سداد الدين. والإنترنت يصمم جدولا تفند فيه مطالب المقرضين المتعلقة بكيفية تحصيل بعض الأموال من المقترضين المتأخرين عن السداد. وفي أثناء قيامها بذلك، فإن الإنترنت تشكك (إن لم تكن تدمر) في العلاقات الإحصائية التي استخدمتها البنوك من قبل والمعروفة باسم قانون الأرقام الضخمة **Law of Large Numbers**. ففي الماضي، اعتمد المصرفيون على مرونة المعلومات كي يمكن الركون على أن المقترض العادي يمكنه أن يسدد الدين. لكن المواقع التي على شاكلة (**YouWalkAway**) تشكك في المزاعم الخاصة بأن المقترض العادي يمكنه أن يسدد الدين. لقد أصبح في مقدور المقترض العادي الآن أن يحصل على المعلومات التي قد تساعده على تفادي السداد.

لقد طوقت تكنولوچيا الاتصالات الصناعة المالية تطويقًا شديدًا لدرجة أنه يمكن رؤية العمل المصرفي الحديث باعتباره مجرد نقل (أو مجرد 'حبس' في بعض الأحيان) للمعلومات، تلك المعلومات التي يتوقع البنك الحصول على عائد أو أجرٍ منها. إن دور البنك هو اكتشاف من الراغب في الإقراض ومن الراغب في الاقتراض. فإذا ما استطاع الطرفان أن يكتشف أحدهما الآخر بدون حاجة إلى البنك، كما يمكن أن يحدث الآن، فإنه يمكنهما أن يعقدا صفقة بدون مساعدة البنك. وبذلك فإن التحرك خارج نطاق نموذج العمل المصرفي ليس مستحيلا؛ فضمان السندات برهن **securitisation** كان قائمًا فعلا بصورة جزئية، كما أن مصداقية البنوك أصبحت الآن مجروحةً بشدة. وقد يصبح العمل المصرفي القائم على 'الشبكة الاجتماعية' **social network** بديلا جديرًا بالثقة.

ما مستقبل التحديث المالي؟

هناك طرحان لمستقبل التحديث يبدو أنهما يعِدان بالحفاظ على الفوائد ويحاولان تجنب الأخطار. الطرح الأول هو محاولة الحصول على أموال كثيرة من البنوك لتمكينها من ترويج هذه المنتجات، أو إجبارها على الإبقاء على معدل فائدة اقتصادية في المنتجات التي تطرحها. هذا الأمر يفسره ويليم بيويتر **Willem Buiter** – ذلك الاقتصادي الذي اعتاد المشاركة في لجنة السياسة المالية لـ بنك أوف إنجلند – بأنه الحاجة إلى 'إجبار منشئي المنتجات على الإبقاء على قدر وافر من خسارة الدفعة الأولى أو من شريحة أسهم السلع المضمونة برهن' حيث إن هذا 'يحافظ على بقاء الدافع إلى جمع المعلومات ومراقبة العلاقة'. وهذا يبدو معقولا.

الطرح الآخر هو تشجيع المنتجات على تجارة العملة، أو على الإبراء (التوفيق بين المشترين والبائعين) من خلال هيئة مركزية، وبالتالي إزالة توقع الخطر عند طرفي العملية. والواقع أن مقاصات الديون المتأخرة السداد تسلك هذا المسلك، كما أن المنتجات الأخرى ستفعل نفس الشيء. غير أن هناك حدًا للتبادل. إن طبيعة تصميم المنتجات- المقاصات على سبيل المثال- لا تناسب تجارة العملة. لكن التنميط، على الأرجح، قد يتطلب شيئًا فشيئًا الكثير من المنتجات. ويبدو أن مقاصة المنتجات حل معقول جدًا ومتوقع. وقد اقترح بول توكر **Paul Tucker** المسئول في بنك أوف إنجلند 'معايير مشتركة للفرق بين سعري الشراء والبيع، وتقييمات مشتركة، وشفافية عالية'.

غير أن هذه الاقتراحات تتجنب القضايا الصعبة. فالمنتجات الأكثر سيولة أو الأكثر نمطية هي المنتجات الوحيدة التي يمكن أن تستفيد من المقاصة أو من تجارة العملة، كما أن قرار المقدار الذي يتعين احتجازه في مراكز محفوفة بالخطر، من أجل تعزيز أهمية المراقبة، يفترض أن المنتجات يمكن تقييمها، أو أن القيم تعني شيئًا كثيرًا. لكن مشكلاتنا الحالية تأتي من الأدوات المالية التي لا تنطبق بسهولة مع حلول معيارية صرفة، كما أن تلك التي تنطبق لم تقدم للأزمة شيئًا.

إن التحديث يكون دائمًا رد فعل للبيئة؛ والبيئة التي أنتجت الديون المقيدة بضمانات عينية لم تعد موجودة. وعلى الأرجح فإن وسائل التحديث من هذا النوع ستفقد حيويتها وتذوي في البيئة الجديدة. وقد لا تكون هناك

جدوى للقواعد التنظيمية الخاصة بهذه المنتجات. ونحن، في الواقع، لا نعرف الكثير عن العالم الجديد الذي نتقدم نحوه.

لكن جرينسپان كان لديه، كالعادة، موضوع للنقاش على شاشة راداره، يقول: 'مع الاندفاع غير المسبوق فعلا نحو التحديث الذي شهدناه طوال الأعوام الخمسة الأخيرة، لم تعد العلاقات الاقتصادية التي تجسدها الأنماط القديمة تسلط الضوء على النتائج التي تعكس صورة الحقائق الجديدة'[١٥]. حقًا، إن وضع القيود على التحديث سيجعل الحالة السيئة أكثر سوءًا.

الهوامش

(1) Robert C. Merton. 'Financial Innovation and Economic Performance', Journal of Applied Corporate Finance. Winter 1992.

(2) John Kenneth Galbraith. A Short History of Financial Euphoria. 1990. Penguin.

(٣) كان المدير العام لعمليات الأسواق المفتوحة **open market operations** بالبنك المركزي الأوروبي يتحدث في مؤتمر **IMN ABS** في ٢ يونية ٢٠٠٩.

(4) Robert C. Merton. 'Finance and the role of financial engineering in the 21st century. 12-13 December 2001. paper delivered at Kyoto University. Japan.

(5) Espen Gaarder Haug and Nassim Nicholas Taleb. 'Why we have never used the Black-Scholes-Merton option pricing formula'. January 2008.

(6) Futures and options figures from Bank for International Settlements. www.bis.org.

(7) 'Triennial and semiannual surveys on positions in global over-the-counter (OTC) derivative markets at end-June 2007'. Bank for International Settlements. November 2007.

(8) Robert C. Merton, 'Financial Innovation and the management and regulation of financial institutions', Journal of Banking and Finance. 19, 1995.

(9) 'Triennial and semiannual surveys on positions in global over-the-counter (OTC) derivative markets at end-June 2007'. Bank for International Settlements, November 2007.

(10) 'The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis', Financial Services Authority, March 2009.

(١١) صناعة الأوراق المالية واتحاد الأسواق المالية، www.sifma.org

(12) Bill Gross. 'Beware our shadow banking system', 28 November 2007, Fortune.

(13) Alan Greenspan. 'The role of capital in optimal banking supervision and regulation', FRBNY Economic Policy Review, October 1998.

(١٤) انظر المذكرة التفسيرية لبنك أوف إنجلند **Bank of England** حول تـدابير الإقراض: **Other Financial Corporation Component of M4** والمـذكرة التفسيرية للبنك المركزي الأوروبي **European Central Bank: Component to M3**؛ وانظر التقرير الربع سنوي لبنك أوف إنجلند حول نفس المسألة في: **www.bankofengland.co.uk/statistics/fm4/2009.htm** وعن المذكرة التفسيرية للبنك المركزي الأوروبي **(ECB)** حول **M3 Other Financial Intermediary' component of**، انظر:

www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200907en.pdf

(15) Alan Greenspan, 'Monetary policy in the face of uncertainty', Cato Journal, vol. 21, no. 2 Autumn 2001.

الفصل السابع

نؤمن بالله: البنوك وأخطاؤها

فشل البنوك تسبب فيه المودعون؛ لأنهم لم يودعوا أموالا كافية لتغطية الخسائر الناتجة عن سوء الإدارة.

دان كويل

Dan Quayle

'نؤمن بالله' **In God We Trust** شعار يتصدر العملات المعدنية وأوراق النقد الأمريكية. ظهر هذا الشعار أولا على العملة إبان الأزمة القومية (الحرب الأهلية الأمريكية). لكن الحرب انتهت وبقي التوكل على الله والثقة فيه. ولا شك أن هذا التأكيد ينطوي على إيمان وثقة يمكن، بالتمسك، بهما أن تزول الشدة. إنها عبارة رائعة وجديرة بأن تتصدر العملة. وأنا أسلم بأن هذا الشعار المطبوع على سند الدولار ينم عن أن فشل البنك يعني فشل الثقة وليس فشل الإله. والاستخدام المتواصل للشعار يلقي ضوءًا قويًا على الهشاشة الدائمة للنقود وربما هشاشة المجتمع الذي يستخدم هذه النقود. فالشعار قد يكون مجرد ابتهال يتردد على الشفاه في كل مرة تمر فيها الورقة

النقدية بين المواطنين. وقد يكون تسليمًا بالسيطرة المحدودة التي يفرضها المجتمع على المسلك النقدي. وقد يكون تسليمًا غير عادي باللامعصومية **fallibility**. لكن معظم العملات تركز على إعلان أمانها ومنعتها وليس لامعصوميتها.

في عام ٢٠٠٧، كان ثمة تخوف بالغ في كل من أمريكا وأوروبا من أن انهيار جزء صغير جدًا من المنظومة يمكن أن يهز الثقة الكاملة بين البنوك وبين الموطنين وبنوكهم. ولقد كشفت الأزمة المالية مدى اعتماد عملتنا على الثقة التي يصعب علاجها حين تهتز هذه الثقة. فالمشاكل تتضاعف بالصورة التي وصف بها لورد تيرنر **Lord Turner** رئيس مصلحة الخدمات المالية 'التمويل العالمي بدون حكومة عالمية' قائلا: إنه فقدان السيطرة على كلٍ من التمويل والنقود، على الصعيد المحلي على الأقل.

الفاتورة حتى الآن

يقدر صندوق النقد الدولي[١] أن إجمالي خسائر البنوك عن القروض والأوراق المالية سوف تتجاوز ٤ تريليونات دولار من إجمالي مقدر بنحو ٥٤ تريليون دولار مستحقة الدفع- بمعدل خسارة مقدارها ٧,٤٥ بالمئة. وكانت الأزمة المالية السابقة قد اعتبرت مقلقة حين تجاوزت الخسائر ٥ بالمئة. ولا شك في أن هذه الحادثة العارضة ستكلف المجتمع ثمنا باهظًا، بفاتورة ضخمة جدًا تسددها البنوك نفسها في الأجل القصير، إلى جانب أضخم فاتورة طويلة الأجل يستحق تسديدها لدافعي الضرائب. وفي الواقع، لا يوجد في الوقت الحاضر من

رأس المال الخاص ما يكفي لتعويض هذه الخسائر؛ ولذلك كان لا مفر من المساعدة الحكومية. وعلى الرغم من ضخامة الأموال التي تعهدت بها الحكومة، فإن الحاجة ربما كانت ومازالت أكبر.

وقد أشار صندوق النقد الدولي إلى أنه بالرغم من أن الأزمة بدأت في أمريكا، وتركزت في أصولها، فإن البنوك سوف تتأثر بذلك في كل مكان، خصوصًا في أوروبا. وقد توقع صندوق النقد الدولي أن تصل خسائر القروض والأوراق المالية في البنوك الأوروبية- فيما عدا البنوك البريطانية- إلى ١,١ تريليون دولار، أي ما يزيد بنحو ١٠ بالمئة على الخسائر التي توقعتها البنوك الأمريكية. وتعود الخسائر الزائدة جزئيًّا إلى استثمارات البنوك الأوروبية داخل أمريكا، لكن هذه الخسائر تعكس أيضًا تأثرها الشديد بالنظم الاقتصادية الأوروبية الصاعدة، ذلك التأثر الذي تفادته البنوك الأمريكية إلى حد بعيد. وكان المتوقع أن تتراكم خسائر البنوك البريطانية وحدها لتصل إلى ٣١٦ مليار دولار، أي ثلث خسائر أمريكا، بالنسبة إلى اقتصاد يقدر بما يقرب من عُشر حجم اقتصادها.

فاتورة البنوك قد تظل باقية إلى أن

يقوم جيل آخر من المواطنين بتسديدها

فاتورة البنوك قد تظل باقية إلى أن يقوم جيل آخر من المواطنين بتسديدها. فقد كانت الاقتراحات الخاصة بكيفية إصلاح المنظومة لتفادي نكبة مشابهة في المستقبل قد نوقشت جيدًا في حينها، ولكن كيف تعاملت البنوك مع هذه القضية؟ وماذا تمثل الخسائر بلغة الجيوبوليتيكا؟ هذه هي الأسئلة التي نتناولها في هذا الفصل.

ظهور عمليات الشد والجذب

ترتكز الرأسمالية الأمريكية على الإقراض وفق نظام التسليم في السوق market-delivered lending، وبالتالي فهي تشدد على شكل من النقود أساسه 'وسيلة التبادل' medium of exchange بمقدار الدين. ولكن، كما رأينا في الفصل الثاني، نشأت النقود من نقل ملكية الديون وتسوية هذه الديون. وأصبح الشد والجذب بين العمليتين لا يطاق. لقد ظلت عمليات الشد والجذب موجودة على الدوام، حتى على الصعيد المحلي، ولكنها تفاقمت مع اتساع سوق المال على المستوى العالمي. وكان من الضروري حل هذا النوع من الشد والجذب أو تحسين آثاره الأكثر سوءًا إذا ما أردنا لفوائد العولمة أن تظل باقية.

كما أن لذلك أهمية عاجلة. ففشل المنظومة المصرفية هو في الواقع فشل المجتمع بكامله. وهذا ما حدث تقريبًا في أواخر عام ٢٠٠٨ في أعقاب إفلاس بنك 'ليمان براذرز'. وفي أواخر سبتمبر وبداية أكتوبر، ولمدة أسبوعين، لم تكن هناك منظومة مصرفية قادرة إلا على عمل صفقات بالغة الصغر، بل وقد فشلت بعض هذه الصفقات أحيانًا. وجاء وقت نقل ملكية الديون متأخرًا على نحو غامض، أو لم يأت مطلقًا. ورفضت البنوك أن تتعامل مع البنوك الأخرى. وحذت بنوك أوروبية عديدة (ديكسيا Dexia، وهيبو Hypo للعقارات، وفورتيس Fortis، ورويال بنك أوف إسكوتلاند Royal Bank of Scotland، وبنك باركليز Barclays، وبنك HBOS) حذو بنك ليمان في إجراء تصفيات. وقد اضطرت حكومات على

نطاق العالم المتقدم إلى تقديم المساعدة، وقدم كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك أوف إنجلند قروضًا ضخمة لبنك بارز للإقراض حمايةً له من الانهيار. وقد فجّر انهيار بنك ليمان أزمات مالية غير مسبوقة على مستوى المنظومة. فلم يحدث من قبل أن تفجرت أزمة أخرى شملت العديد من البلاد والقارات بمثل هذه السرعة. وبدا لمدة أسابيع قليلة أن من الأفضل- عند انهيار المنظومة- الحصول على العملات الذهبية بدلا من بطاقة مدين **debit card**. لقد فعل بعض الناس ذلك.

وظلت الأزمة تشتعل لما يزيد عن عام قبل أن يبلور ليمان المشهد المرعب للانهيار في منظومة السداد. وحيث إننا نتأمل الأحداث بعد وقوعها، فإن المفاجأة ليست أن انهيار بنك الاستثمار الأمريكي يمكن أن يحدث مثل هذا التدمير. المفاجأة بالنسبة للذين يعملون في مجال التمويل هي أن أولئك الذين سمحوا بحدوث الانهيار لم يدركوا التبعات المتوقعة للعجز عن سداد الديون، خصوصًا عندما يكون هناك مثل هذا النوع من التحذير الواسع النطاق بشأن هشاشة المنظومة. وعلاوة على ذلك، فإن وزير الخزانة الأمريكية هانك بولسون **Hank Paulson**، الرجل الذي قال: إن الإفلاس أمر لا مفر منه، قد عمل في بنك للاستثمار (بنك جولدمان ساتشز **Goldman Sachs**) لمدة ثلاثين عامًا قبل انضمامه لإدارة بوش. ومن المدهش أنه طوال ذلك الوقت لم يتعلم مدى خطورة ما يمكن أن يكون للإفلاس من عواقب، حتى لو حدث ذلك لبنك صغير نسبيًا مثل بنك ليمان. فكيف تعاملت المنظومة المصرفية الغربية مع هذه الحالة؟

شعار 'أنتج ووزع' يصبح 'أنتج واكتنز'

تقوم البنوك بثلاث وظائف: فالبنوك تنشئ الائتمان المصرفي عن طريق باب في الميزانية العامة؛ وتستعير البنوك المدخرات من مجموعة من العملاء وتعيرها لمجموعة أخرى من العملاء؛ والبنوك أمناء على منظومة تجارية لسداد ديون أساسها الثقة. وحين تنشئ البنوك الائتمان المصرفي، فإنها تأمل في أن يقوم المقترض بسداده؛ فإن لم يتم ذلك في الحال، فإن ذلك يتم في وقت ما في المستقبل. إن وظيفة البنك هي تحريك النقود إلى حيث يتم توظيفها؛ فالبنوك وسطاء لنقل النقود داخل المنظومة المالية. ولتظل هذه الوظيفة مستمرة، فلابد لها أن تضمن أن امتيازاتها في إنشاء النقود لا تفوق وظيفتها المقررة في عمليات السداد. والواقع أن الوظيفة الاستعمالية للعمل المصرفي، أي منظومة عمليات السداد، ظلت منفصلة على الدوام عن الوظيفة الاستثمارية للعمل المصرفي، تلك الوظيفة التي تنظر إلى عمليات السداد باعتبارها نتيجة نهائية للمعاملات التجارية ليس إلا. وهذا مثال جيد للتضارب بين وظيفة النقود كدين ووظيفتها كوسيط للتبادل.

في العشرين عامًا الماضية أحدثت وظيفة البنوك في مجال منظومة عمليات السداد، وفي مجال تزايد المعاملات التجارية- شدًا وجذبًا بين غايتي النقود. إن شعار 'أنتج ووزّع' نموذج للعمل المصرفي الذي يحول إنشاء الائتمان إلى إنشاء أوراق مالية تباع للمستثمرين؛ فالدين تم إنتاجه وتوزيعه على المستثمرين كصفقات في شكل أوراق مالية. وقد كان هذا تغيرًا هامًّا في

الطريقة التي تم بها إنشاء الائتمان المصرفي في الماضي. وبعد أن تحررت من حاجتها إلى إيجاد مقرض في سبيل إنشاء الائتمان، نظرت البنوك إلى إنشاء الائتمان باعتباره سلسلة من المعاملات التجارية وليس باعتباره دينًا. كانت هذه منظومة يؤيدها كثيرون؛ الاستخدام الأكفأ لرأس المال، إنها طريقة للحصول على نصيب من السوق بدون حاجة إلى ميزانية كبيرة، طريقة لتوزيع الخطر على أولئك الأكثر قدرة على معالجته.

وعلى حين أن معظم التوقعات قد تحققت، فإن شعار 'أنتج ووزّع' فشل للأسف في توجيه الخطر إلى أولئك الأكثر قدرة على معالجته؛ فقد اتضح، بدلا من ذلك، أنه ينقل الخطر إلى أولئك الأقل قدرة على معالجته، أو لا يحرك الخطر على الإطلاق. وقد اختارت الكثير من البنوك التي واجهت منافسة على استثمار العوائد معالجة الأوراق المالية بنفسها في سبيل الحصول على إيراد أفضل من المعدل العادي. ونتيجة لذلك، فإن هذه البنوك تظل على مشاكلها حين تكون أصولها منبوذة من جانب مستثمرين آخرين.

هل كان الأمر ليختلف إن كانت البنوك قد باعت الأوراق المالية لمستثمرين آخرين؟ ربما كان يمكن تفادي تدمير منظومة عمليات السداد. فلو كان طرح الأوراق المالية قد تم على النحو المعتاد، لكان من الممكن معالجة الخسائر وفق قواعد محاسبية مختلفة. وربما كان ذلك قد ساعد على تفادي الانهيار الكارثي الذي حدث في أكتوبر ٢٠٠٨، حتى وإن كانت الخسائر النهائية كبيرة جدًا. فلماذا لم توفر البنوك الأوراق المالية؟

كانت المنافسة قد تنامت إلى الحد الذي يبرر الحاجة إلى فائض في إيرادات الأوراق المالية

كان أحد الأسباب التي جعلت البنوك متمسكة بالأوراق المالية هو أن هذه البنوك كانت في حاجة إلى أن تأكل كعكتها على مضض حتى تُبقي على حياتها، أو على الأقل لأن يُنظر لها باعتبارها متنافسة من خلال حَمَلة أسهمها. وكانت المنافسة قد تنامت إلى الحد الذي يبرر الحاجة إلى فائض الأوراق المالية. كما أن مكاسب ضمان السندات كانت مغرية للبنوك؛ لأنها كانت منشغلة بإنشاء الأوعية الاستثمارية. وكذلك، فإن المعدلات الواقعية المنخفضة للفائدة جعلت البنوك تستبقي كميات ضخمة من الأوراق المالية في ميزانياتها العامة وتودعها في سوق الجملة. وقد أشار بنك الاحتياطي الفيدرالي (وكذلك البنوك المركزية الأخرى) إلى أن بإمكانه توفير سيولة إذا كانت هناك مشاكل مؤقتة وكانت تكلفة تحويل التمويل ملائمة قياسًا إلى المعدل العالي للعائد الناتج من الأوراق المالية. لكن هذا الهدف المنوط بالبنوك تحول من توفير الائتمان المصرفي إلى إدارة الأصول المضمونة بالائتمان أو جباية الرسوم من إنتاج هذه الأصول. ولفترة قصيرة، تحقق هذا التحول بصورة رائعة كما أظهرت الإيرادات السنوية وأداء الأسهم في البنوك من عام ٢٠٠٢ حتى عام ٢٠٠٧.

وقد تم تزويد البنوك بسبل تمكنها من الاستفادة المباشرة مما أصدرته من الأوراق المالية بدلا من طرحها على المستثمرين. وكانت الأوعية

الاستثمارية المنظمة هيكليًا- التي ساعدت على امتداد الميزانيات العامة للبنوك إلى خارج النظم القانونية الدولية للعمل المصرفي- متضخمة. ومن الأهمية بمكان أن تكون أذرع البنوك في إدارة الصناديق المالية متضخمة.

كان الشكل الأكثر جاذبية لإدارة الموارد المالية هو ذلك الشكل الذي تطبقه صناديق المضاربة. فصناديق المضاربة يمكن أن تحقق أعلى الإيرادات، وتستوفي أعلى الرسوم، باستخدام نفقات أقل من أي أسلوب لإدارة الموارد المالية. ووجدت البنوك أن صناعة صناديق المضاربة تتجه شيئًا فشيئًا نحو النضج والتركز. ولما كانت البنوك تريد أن تواصل الاستفادة من صناعة توفر موردًا متناميًا للدخل منذ عام ٢٠٠١، فقد تعين عليها أن تنافس صناديق المضاربات في هذه الصناعة. وبدءًا من عام ٢٠٠٢ فصاعدًا، كانت صناديق المضاربة يتم إنشاؤها بمعرفة البنوك نفسها أو بشرائها من بنوك خارجية. وقد امتلكت شركة چيه پي مورجان JP Morgan على الغالبية العظمى من الحصص في مؤسسة هايبريدچ كابيتال Highbridge Capital التي أصبحت أضخم صندوق مضاربات في العالم. وأنشأ بنك سويسرا المتحد الذي أعمل فيه صندوق مضاربات خاصًّا به، صندوق ديلون ريد لإدارة الأموال Capital Management Dillon Read، ليستفيد من رسوم هذا القطاع وعائداته العالية.

ويمكن القول، ونحن ننظر إلى الأحداث بعد وقوعها، أن حيازة أسلحة إدارة الصناديق كان تضخيمًا هائلا وخطيرًا في العمل المصرفي. لكن ذلك لم يكن سوى استمرار للمنافسة التي طالما لازمت العمل المصرفي. لقد قرر

أنجح مديري صناديق المضاربات أن يأتوا من الغرف التجارية للبنوك. وكانت البنوك تخسر أفضل عقولها لسنوات قبل أن يستجيبوا سواء بأخذ حصص في الصناديق التي كان يؤسسها عملاؤهم أو بإقامة الصناديق بأنفسهم للاحتفاظ بعملائهم برغم أنهم يعرضون عليهم حوافز مماثلة.

الطمأنينة التي كانت البنوك تشعر بها وهي تنشئ التمويل المنخفض التكلفة عن طريق الودائع أو أسواق البيع بالجملة، ساعدت أيضًا على التحول إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية التي حققت عائدًا أفضل.

عهد المكسب السهل

حدث الكثير نتيجة للمستويات الفائقة الانخفاض لأسعار الفائدة التي قدمها البنك الفيدرالي بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٥ والتي انخفضت خلالها أسعار الفائدة إلى أقل من ٣ بالمئة. وكنت قد علقت على هذا باعتباره أحد أسباب الأزمة في أي مكان آخر. وبكل تأكيد فإن البنك الفيدرالي بالغ في استثارة الاقتصاد الأمريكي. وقد لقي البنك المركزي الأوروبي اهتمامًا أقل ولكنه قام أيضًا بتوفير نقود سهلة الكسب. وعلاوة على ذلك، فإن التشكيلة الواسعة للأوراق المالية المضمونة برهن عيني **collateral**- التي قبلها البنك المركزي الأوروبي حين منح قروضًا مالية للبنوك- قد عززت سياسة انخفاض الأسعار إلى حد بعيد. فقد أدى قبول ضمان البنك الأوروبي للسندات المضمونة بأصول إلى تشجيع البنوك على إصدار المزيد من هذه الأوراق المالية ووضعها ضمن ميزانياتها العامة وتقديمها للبنك المركزي. وعن

طريق قبول نوعية أقل من الأصول، مثل الأوراق المالية المضمونة برهن عيني في عملياته المالية، وسّع البنك المركزي الأوروبي تعريف 'نقود البنك المركزي' بحيث يشمل أنواع الديون التي قد تسبب مشاكل مستقبلا.

لقد أصبح التمويل المنخفض السعر **cheap funding** هو المعيار الحاكم على كلا جانبي الأطلنطي. وكان بوسع بعض البنوك أن توسع تمويلها المنخفض القيمة عن طريق عملائها. وغالبًا ما كان النشاط المصرفي الخاص ومنظومات المشتقات الإدارية تتطلب كميات ضخمة من نقود منخفضة التكلفة، وقد كان هذا ما يتم تسديده للبنوك، سواء كسندات برهن عيني أو في شكل موارد مالية موضوعة لحساب الاستثمار. الكثير من الاستثمارات المنظمة التي تم بدؤها في سنوات الرواج كان هدفها تمويل البنوك بموارد مالية منخفضة السعر. وأصبح من حق المستثمرين استلام قيمة توفير إضافة إلى سعر الفائدة السائدة في السوق مادام هناك حادث غير عادي مثل حدوث انحدار مفاجئ في منحنى العائد **curve yield**. وكان انكشاف منحنى العائد محكومًا بالرهن، مع بقاء مصدر قليل التكلفة فقط للبنك.

وبدا أيضًا أن تكاليف التمويل مضمونة بحيث تبقى منخفضة لفترة طويلة. وقد كانت أسعار التضخم منخفضة فأحست البنوك المركزية أن بوسعها أن تخفف من حدة رقابتها على الأسعار. وقلت زيادات سعر الفائدة بعد عام ٢٠٠٤ برغم استعادة الاقتصاد الأمريكي لعافيته بقوة. ولكنه كان قليلا أصلا من أي وقت سابق، الأمر الذي أتاح أمام البنوك فرصة المضي قدمًا في خططها. وكانت البنوك المركزية قد أعلنت أيضًا عن رغبتها في

خفض أسعار الفائدة إن حدثت مشكلة مالية- كتلك الحادثة التراجيدية التي حدثت في الإدارة المالية طويلة الأجل والحادثة التي وقعت بعد تعثر تجارة الإنترنت. وقد شجع هذا على المخاطرة؛ لأنه كان من المتوقع أن تتم مواجهة أي مشكلة بخفض سريع في أسعار الفائدة. وأصبح تمويل الأصول أكثر جاذبية باستخدام العديد من منتجات التمويل التي ربطت بين أسعار الفائدة السائدة بين بنوك لندن- **Libor rates**- والأسعار الاسترشادية التي يتم تحديدها في لندن كل يوم لتبين تكلفة التمويل المصرفي- والبنوك المركزية التي تستهدف بكل الإبقاء على أسعار الفائدة المتوقعة في نطاق محدد ومنخفض. فلا غرابة في أن الإقراض ازداد انتفاخًا.

ويوضح تنامي اتفاقات إعادة الشراء (**repos**) الثقة في مصدر التمويل. وإعادة الشراء هو إقراض الأصل مقابل قرض نقدي- أو الإقراض المضمون بسند. وتبين الزيادة الكبيرة في صفقات إعادة الشراء والكميات غير المدفوعة عن المسترد بدءًا من عام ٢٠٠٣ فصاعدًا مدى ما وصلت إليه المنظومات المصرفية في كل من أمريكا وأوروبا في إنشاء وسيلتها الخاصة في عمليات التبادل عن طريق تحويل الديون التجارية. وبحلول يونيه ٢٠٠١، وصلت مراكز المستردات الأوروبية غير المدفوعة إلى ١,٨ تريليون جنيه إسترليني، بمعدل نمو سنوي مقداره ٢٥ بالمئة، وهو ما يزيد كثيرًا على معدل النمو الاقتصادي. وقد تم تسجيل معدل نمو كبير مشابه في الولايات المتحدة أيضًا.

لماذا صكوك الرهن؟

لماذا حدث مثل هذا الانفجار في إتاحة القروض المضمونة برهن؟ أحد الأسباب هو أن صناعة التمويل قد قللت من فرص الاستثمار في أعقاب أزمة تجارة الإنترنت، في وقت تنهال فيه النقود الدولارية على البلاد في أشكال من العجز الذي يعاد إنتاجه في الميزانية. كما أن 'القمم المضيئة' للتحديث التكنولوجي لم تعد تلهب الخيال المالي بعد عام ٢٠٠١. ومن قبيل السخرية أن قدرة الشركات المعتمدة على الشبكة العنكبوتية (ويب) على التربح قد زادت وأن الشبكة العنكبوتية واصلت تطورها لتصبح أنجح شركة للخدمات الأكثر إثارة للدهشة في التاريخ عن طريق محرك البحث جوجل **Google**. لكن البنوك اختارت أن لا تواصل سيرها في طريق الأسهم النقدية بعد عام ٢٠٠١. فقد بدا أن الأسهم العقارية بطبيعتها أقل استقرارًا من منتجات الدخل الثابت وأصعب في تسعيرها بصورة لا تدعو للاطمئنان.

صناعة التمويل كانت قد قللت من فرص الاستثمار

في وقت تنهال فيه النقود الدولارية على البلاد

إن منتجات الدخل الثابت عادةً ما تكون معرضة للتحليل أكثر من الأسهم العقارية؛ لأن تدفقاتها النقدية أكثر قابلية للتوقع. وعقب المشاكل المالية والإدارية لأزمة تجارة الإنترنت. ولذلك اختارت بنوك الاستثمار أن تتجه نحو نوع أكثر مدعاة للثقة من أصول الدخل الثابت. وبالطبع، فإن ما أنت في حاجة إليه لتحديد دخل ثابت بصورة تدعو للاطمئنان هو التمويل

بصورة منتظمة والأسعار التي يمكن التنبؤ بها للديون غير المسددة. فعدم وجود الشيئين يثبت أن الدخل الثابت قد يكون عديم الجدوى مثله مثل الأسهم العقارية. وقد كان الدخل الثابت، في الأيام السوداء لأسواق الأسهم العقارية لعام ٢٠٠٢، يمثل بصيص أمل.

لم تكن غلبة الإقراض العقاري على بنوك الاستثمار الأمريكية ناجمة عن التحديث المالي فقط. فقد تخلت أزمة التجارة الإنترنت عام ٢٠٠١ عن الأسهم العقارية ورأس مال المخاطرة **venture capital** لأنهما مصدر الاعتمادات المالية، وكانت بنوك الاستثمار التي فعلت الأسوأ في ٢٠٠١-٢٠٠٣ هي تلك البنوك التي كانت مرتكزة على الأسهم العقارية. وقد كانت البنوك الرائدة في صكوك الرهن تذيع نتائج قياسية بصفة منتظمة. وكانت شركتا ليمان براذرز وبير إستيرنز رائدتي الصناعة، قد انهارتا فيما بعد.

المسئولون القانونيون شجعوا سندات الرهن المطبوع عليها 'اسم تجاري خاص' مختلف عن النموذج الصادر عن الوكالات، تلك السندات التي سيثبت أنها الأكثر سُمية. وفي عام ٢٠٠٣، وضع المسئول الأمريكي للوكالات (**OFHED**) حدودًا على ميزانيات مؤسستي فريدي ماك وفاني ماي عقب انكشاف أسرار التلاعب بمكاسبها في الأسواق التجارية على مدى سنوات عدة. واليوم نعتقد أن هذا كان مكسبًا سياسيًا لإدارة بوش، وأنه أتاح للبنوك أن يوفروا الأوراق المالية التي كان المستثمرون يطلبونها في الماضي من الوكالات وحدها.

وطوال فترة الركود في عام ٢٠٠١، كان المستثمرون يعولون على شراء سندات مضمونة برهن؛ أما الآن فقد تحولوا شيئًا فشيئًا إلى سندات غير مسحوبة على الوكالات. ولم تستعد الوكالات سيطرتها إلى أن أجبرتها الحكومة على ذلك في أعقاب أزمة الائتمان المصرفي.

وفي الوقت الذي بدا على الوكالات أنها تترنح، كانت لدى بنوك الاستثمار رغبة عارمة في القيام برهن وبيع السندات، بالاتفاق مع من أنشأوا الرهن في جميع أنحاء البلد. ودائمًا ما كان كل من شركتي ليمان براذرز وبير إستيرنز سيطرة كاملة على هذا القطاع. وبعد ٢٠٠٣، انضمت هاتان الشركتان مع كل من ميريل لينش **Merrill Lynch** وجولدمان ساتشز ومورجان إستانلي. ومن ٢٠٠٣ وحتى ٢٠٠٦، فاق رسوم الدخل من إصدار الرهن لهذه البنوك- ومن عمليات ضمان السندات برهن الخاصة بها مثل الديون المقيدة بضمانات عينية- كل الموارد الأساسية الأخرى للدخل.

وكان تقرير مورجان إستانلي السنوي لعام ٢٠٠٢، في أثناء الانخفاضات المتوالية في الأسهم العقارية، محبطًا للغاية:

> 'كان عام ٢٠٠٢ العام الأشد قسوة. بدأنا العام وذكرى ١١ سبتمبر لا تزال حية في أذهاننا. وفي الشهور التي أعقبتها، تعين علينا أن نشهد تدهورًا متواصلا في أسواق الأسهم العقارية وفي التقصي العلني واسع النطاق لمعلومات سوق المال (وول إستريت) والممارسات المصرفية للاستثمار'.

وفي ٢٠٠٣ انخفض الدخل من ٣,٥ مليار دولار في العام السابق إلى ما يقل عن ٣ مليارات دولار، لكن علامات التعافي كانت تتزايد في سوق الدخل الثابت. وقامت الشركة بفصل ١٤ بالمئة من القوى العاملة خلال العام ولكنها أشاعت أن ذلك العام 'حقق دخلا ثابتًا ممتازًا'. وحقق الدخل الثابت مرة أخرى نتائج جيدة في عام ٢٠٠٤. 'لقد كان عام ٢٠٠٤ عامًا جيدًا جدًّا لشركاتكم. وأنا سعيد بالخطوات الإستراتيجية التي أحرزناها، والإيرادات القياسية التي حققتها شعبة الدخل الثابت لفرعنا'.

وبحلول عام ٢٠٠٥، صرحت شركة مورجان إستانلي بكل ثقة بما يأتي:

> 'نحن أساتذة التعقيد ومهندسو الحلول المبتكرة... ونحن نفخر بالحصول على حق الامتياز للاستثمار المصرفي، وبالتفوق في المشاريع التجارية الرئيسية، مثل أعمال السمسرة والسلع الرئيسية، وبالمراكز القيادية في الأسواق البازغة عالية النمو... ففي عام ٢٠٠٥، حققنا مبيعات قياسية في الدخل الثابت وفي إيرادات الأعمال التجارية، وحققنا إيرادًا قياسيًّا في الأنشطة الرئيسية للسمسرة... وسوف نوسع قدراتنا في جانب آخر من الدخل الثابت والأسهم العقارية والنشاط في مجال الاستثمار المصرفي بابتداع منتجات منظمة وحلول أكثر إبداعًا لصالح العملاء'.

بل حدث في عام ٢٠٠٥ ما هو أكثر من مجرد التباهي. وفي العام التالي، كان التقرير السنوي احتفائيًا بصورة أكبر.

'لقد زادت الإيرادات الصافية بنسبة ٣٨ بالمئة إلى ٢١٥٦٢ مليون دولار بفضل النتائج القياسية في الدخل الثابت ومبيعات الأسهم والتبادل التجاري وضمان سندات الدخل الثابت، إلى جانب الإيرادات العالية مقابل الاستشارات... كما أن مبيعات الدخل الثابت والإيرادات التجارية سجلت رقمًا قياسيًا مقداره ٩٥٧٧ مليون دولار، وهو ما يزيد على ٤١ بالمئة عن العام الماضي'.

ومنذ عام ٢٠٠٤، كانت شركة مورجان إستانلي تحتفظ بأصول مضمونة برهن ضمن ميزانياتها، على الأرجح في شكل شرائح مالية مُبالغ في قيمتها ومؤثرة نظرًا لتوافقها مع قواعد التنظيم الرأسمالي لاتفاق بازل الأول الذي تم إقراره في عام ١٩٨٨. وذكر التقرير السنوي لعام ٢٠٠٦ أن: 'الزيادة في أي إيراد آخر كان يمكن عزوها إلى الزيادة في القيمة العادلة **fair value** للحصص التي تحتجزها الشركة من الذمم المالية المضمونة برهن'.

لكن البنك لم يُقدم على المخاطر بعيون مغمضة. وفي قسم 'المخاطر' بإدارة الحفظ السنوي لملفات لجنة مراقبة عمليات البورصة بالولايات المتحدة، أدرجت شركة مورجان إستانلي 'خطر السيولة' باعتباره الخطر رقم واحد لأنشطتها التجارية(٢). وذلك على اعتبار أن خطر السيولة هو بالتحديد ما أدى إلى انهيار الكثير من الشركات إبان أزمة الائتمان- فيما عدا مورجان إستانلي.

وقد سلكت كل من شركتي ميريل لينش وجولدمان ساتشز طريقًا مشابهًا لتطور أنشطة مورجان إستانلي التجارية. وكما حدث مع مورجان إستانلي، فقد أقلقهما 'خطر السيولة'. وقد عبرت جولدمان ساتشز عن قلقها منذ بداية عام ٢٠٠٣:[٣]

> 'إننا نجري أيضًا تحليلات لمختلف السيناريوهات، ونتساءل بشأن عدد الأحداث المحتملة قائلين 'ماذا لو'. ولا يزال الحصول على السيولة هو الموضوع الوحيد الأكثر أهمية لأي شركة خدمات مالية... ونحن نشدد على ضرورة ضمان حصولنا على السيولة. وأهم شيء لنا هو 'النقدية' **cushion** التي نحتفظ بها في شكل نقود وأوراق مالية عالية السيولة بلغت نحو ٣٨ مليار دولار عام ٢٠٠٣'.

إنها السياسة التي أفادت الشركة وقت الشدة؛ فقد بزغت جولدمان ساتشز في أعقاب الأزمة المالية ربما كأقوى بنك للاستثمار في العالم يستعد للانقضاض على حقوق امتياز منافساتها سابقًا.

كان لدى ليمان وبير إستيرنز مصلحة في أن تكونا 'أول محركين' في أسواق الدخل الثابت. وجاء في التقرير السنوي لعام ٢٠٠٣ لشركة ليمان براذرز أن: 'الأنشطة التجارية لشركات الدخل الثابت تغل إيرادات قياسية تبلغ ٤،٤ مليار دولار بزيادة مقدارها ٦٨ بالمئة مقابل أعلى إيراد تم تحقيقه

في عام ٢٠٠٢.' وأشار تقرير ليمان أيضًا إلى سعيها المتواصل لأنشطة صكوك الرهن. 'لقد حازت الشركة على حصة تتيح لها المراقبة في شركة أورورا لون سيرفيسيز (ALS)، وهي شركة تقوم بإنشاء وخدمة قروض الرهن السكني.' وكانت الزيادة في مكاسب الشركة تعود بالأساس 'إلى حركة تدفق العملاء بصورة مؤسسية قوية، خصوصًا في مجال الرهن المرتبط بالمنتجات'.

منذ بداية عام ٢٠٠٥، اندفعت ليمان نحو أنشطة الدخل الثابت المرتبطة غالبًا بأنشطة صكوك الرهن

لقد اندفعت ليمان، منذ بداية عام ٢٠٠٥ نحو أنشطة صكوك الدخل الثابت. فقد ذكر تقرير الشركة عن ذلك العام ما يلي:

'[في] الأسواق المالية للدخل الثابت، كانت الزيادات اللافتة للنظر في مجال صكوك الرهن التجاري ورهن العقارات وصكوك الرهن السكني ومنتجات أسعار الفائدة. وفي عام ٢٠٠٥، زادت إيراداتنا من إنشاء الرهن السكني والأنشطة التجارية الخاصة بضمان السندات برهن من مستوياتها القوية في عام ٢٠٠٤، الأمر الذي يعكس أحجامًا قياسية ومزايا متواصلة ناشئة عن التكامل الرأسي لبرامجنا في مجال إنشاء الرهن. وقد أنشأنا حوالي ٨٥ مليار دولار و٦٥ مليار دولار من قروض الرهن السكني

في عـــامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٤ علـــى التـــوالي. وطرحنـــا ضمانات سندات برهن بنحو ١٣٣ مليـــار دولار و١٠١ مليار دولار لقروض رهن ســـكني فـــي عـــامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٤".

في عام ٢٠٠٤، استحوذت ليمان حصة سوقية نسبتها ٨ بالمئـــة مـــن صكوك الرهن غير المقيدة في الوكالة مقابل الأوراق المالية المغطاة بـــرهن **mortgage-backed securities**، وحصة نسبتها ١٢ بالمئة من ضمان هـــذه السندات. وكانت بير إستيرنز هي أكثر شركة تخصصت في منتجات الرهن. وقد أُعتبرت هذه الشركة الضامنة الكبرى للأوراق المالية المغطاة برهن بدءًا من عام ٢٠٠٠ فصاعدًا.

وبافتراض الحد الأقصى لتفعيل القوانين، وظهور معايير رخـــوة فـــي أسواق الرهن في كل من أمريكا وأوروبا بعد عام ٢٠٠٥، فلا عجب إطلاقًا في أن هاتين الشركتين كانتا أيضًا أفشل شركتين تقومان بأعمال الاســـتثمار المصرفي بصورة تدعو إلى العجب. لقد تصدرتا المجـــال لـــزمن طويـــل وارتبطتا بالأوراق المالية المغطاة برهن ارتباطًا شديدًا، وكان من الممكن أن تصيبنا الدهشة لو ظلتا باقيتين عقب الأزمة.

كما أن الشركات التي أنشأت الرهن أثـــرت ســـريعًا. فقـــد وصـــلت الإيرادات على النطاق القومي قبل الضريبة إلى ٨٤٢ مليـــون دولار عـــام ٢٠٠٢ وهو ما تضاعف بنحو ثلاثة أمثال في العام التالي حيث وصل إلـــى

٢,٤ مليار دولار. ومن عام ٢٠٠٣ فإن التنافس الشديد من جانب الشركات الأخرى وتزايد التكاليف- من التعويضات والإيجارات بالإضافة إلى 'نفقات الشركات العاملة الأخرى'- كانت تعني أن الحد الأدنى ظل في الواقع ثابتًا لا يتحرك- من عام ٢٠٠٣ حتى ٢٠٠٦- عند ٥,٢ مليار دولار. وكافحت الأرباح من أجل أن تزيد حيث تضاعف صافي دخل الأسهم بين عامي ٢٠٠٣ و٢٠٠٦ من ١,٤ مليار دولار إلى ٣ مليارات دولار.

لم تكن لدى الشركات التي تقوم بعمليات تزويد الخدمات فسحة أطول من الوقت. فسرعان ما كانت هناك شركات أخرى على أهبة أن تملأ الفراغ وتستفيد من الثروات المتاحة. وقد كانت بعض بنوك الاستثمار قد بدأت تتيح بعضًا من هذه الثروات. وفي عام ٢٠٠٣، قامت بير إستيرنز بشراء شركة تكساس **EMC** لإنشاء الرهن العقاري، وحيازتها على الفور، الأمر الذي أدى إلى زيادة قدرة شعبة الدخل الثابت على الحصول على أرباح أكبر. وسرعان ما استخدمت الشركة التابعة ميزانيتها العامة. وفي عام ٢٠٠٠، بلغت قيمة الممتلكات الرئيسية لفرع تكساس ٤,٢ مليار دولار؛ وبحلول عام ٢٠٠٦ كانت تمتلك ما يقدر بنحو ٦٩ مليار دولار. وبدأت ليمان براذرز في ضم شركات لتزويدها بصكوك الرهن.

شركات التأمين التي تنشأ السندات أحادية الخط **bond insurers Monoline** هي شركات متخصصة تستخدم قوتها المالية في ضمان السندات وتحصل على أتعاب مقابل ذلك. في البداية، استفادت إحدى الشركات الأحادية الخط **(Ambac)** من تضخم عائدات السندات المضمونة بأصول،

لكنها سرعان ما وجدت أن تزايد مصادر الدخل يعتمد على التوقيع على ضمان السندات المتزايدة الخطر. وقد ارتفعت مصادر الدخل لدى أمباك بنسبة ٤٦ بالمئة بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٤، لكن نسبة النمو قلت في العامين التاليين إلى ١٥ بالمئة، ثم إلى ١٣,٥ بالمئة. وتعيّن على شركات التأمين أن تتحول إلى مجال منتجات ضمان **underwriting products** التي كانت تتميز بأنها أعلى تنظيمًا- وكذلك أعلى خطرًا، مثل الدين المقيد بضمانات عينية- للمحافظة على مصادر الدخل. وكما نعلم، فإن شركات السندات أحادية الخط كانت ضمن الضحايا الرئيسية للأزمة، حيث عرّضت تلك الأزمة مراكزها الضعيفة للخطر بعد أعوام من انخفاض مصادر الدخل.

إحدى نتائج تفجُّر عمليات إنشاء المنتجات أن البنوك كثيرًا ما فقدت الأموال في إقراض صكوك الرهن، ولكنها حافظت عليها من خلال إنشاء وبيع الأوراق المالية أو عن طريق حيازتها والاعتماد على التمويل الرخيص. وعلى سبيل المثال، كثيرًا ما تم طرح رهن بسعر صرف ثابت مدته عامان في الولايات المتحدة أو المملكة المتحدة بسعر فائدة يقل عن تكلفة تمويل مصرفي مدته عامان. وتم إعطاء القرض للمقترضين للرهن بشروط أفضل من الشروط التي حصلت بها البنوك التي كانت تعطيهم القرض. لكن لم يرد في ذهن البنك أن يحدد هل هو مقتنع بأن في مقدروه أن يمول نفسه بسعر فائدة أقل في الأجل القصير، أو أن يبيع الأوراق المالية، أو أن يُنشئ الدين المقيد بضمان عيني. وبعد نحو عقد من الزمان من هذا، أصبح التمويل الكامل في الأجل القصير داخل المنظومة المصرفية عاجزًا عن دعم مجموعة الأصول الباقية التي يتم احتجازها بين حين وآخر داخل الموازنة العامة للبنك عند حدوث أي اضطراب مالي ثابت.

التهدئة الكبرى

طوال فترة تفجر تزايد الإقراض بالرهن، أبدت أسواق المال العالمية هدوءًا لافتًا للنظر. وهنأ الاقتصاديون ورجال البنوك المركزية أنفسهم على إسهاماتهم فيما أصبح يُعرف باسم 'التهدئة الكبرى' **Great Moderation**؛ أي النمو الثابت، والانخفاض الطفيف في التضخم، والتفاوتات الطفيفة في المسارات الأفقية لمنحنى العائد، التقلص في الفارق بين سعري العرض والطلب، الانخفاض في تكاليف التأمين، التذبذب الطفيف في الأسعار. وأثبتت شهوة من يقومون بالاستثمار في الأصول المحفوفة بالخطر أن المستثمرين كانوا مؤمنين بقصة التهدئة الكبرى؛ فقاموا بتوزيع استثماراتهم على المناطق التي كان يتم تجنبها في الماضي. وبحلول عام ٢٠٠٥، كانت هذه المناطق، حتى إفريقيا، تلك القارة التي عادةً ما تجنبها غالبية المستثمرين، تلمس فائدة التدفقات الاستثمارية من جانب المستثمرين الغربيين.

إننا نبدد النقود السائلة.. فلنشتر أكبر قدر من السندات!

في الخفاء، كانت البنوك الهادئة تستشعر ضغطًا متزايدًا. وقد أدى المنحنى الأفقي للعائد والانخفاض في انتشار السندات إلى أن تنخفض الفروق بين أسعار الشراء والبيع في أمريكا وأوروبا إلى أدنى نقطة في ١٦ عامًا. وربما كانت الفروق في بنوك أمريكا أقل أيضًا إلا أنها كانت أبطأ من أن تتخطى زيادات معدلات سعر الفائدة للمودعين. وأصبحت البنوك تعوّل كثيرًا على الرسوم المتزايدة لضمان أن يكون التمويل من أوعية الاستثمار المنظم،

وكذلك السندات برهن، خارج الميزانية العامة. في هذا الوقت الذي كان من الطبيعي أن تسعى البنوك فيه إلى جذب المودعين بمعدلات أعلى، الأمر الذي كان من الممكن أن يدعم التمويل حين يتباطأ الاقتصاد وتزيد مرات التخلف عن إيفاء الدين، كان التحديث المالي يعمل على حرمان البنوك من المودعين. وكان لابد أن يبدو هذا كارثيًا في منتصف عام ٢٠٠٧ حين تم الاستيلاء على سوق الجملة.

لو كان انخفاض تكاليف التمويل قد ساعد على تحول البنوك إلى نظام إدارة المحفظة بالسندات المضمونة بـرهن، لأدت المنافسة في العمل المصرفي بدورها إلى بقاء أسعار الفائدة منخفضة ولكانت أسعار الفائدة الممنوحة للمودعين هي السبيل؛ لأن تظل المنافسة قائمة. وقد عكست الأسعار المنخفضة مدى ما كانت تعانيه الميزانيات العامة للبنوك من ضغط حتى عام ٢٠٠٦ بسبب المنحنى الأفقي بصورة استثنائية والمنافسة الحادة.

الأسعار المنخفضة عكست مدى ما كانت

تعانيه الميزانيات العامة للبنوك من ضغط

وقد استجابت البنوك المنتجة للصكوك إلى المنافسة ببيع المزيد من صكوك الرهن العقاري، وذلك حفاظًا علىٰ معدل الربحية عن طريق زيادة حجم المبيعات. لكن عددًا كبيرًا من البنوك التجارية اختارت أن تبيع بأسعار منخفضة العائد، في حين أن الأصول العالية الجودة من الرهن فضلت عام ٢٠٠٦ أن تخفف من حدة ضغوط التمويل. كما أن بعض البنوك لجأت إلى

شراء قروض غير مضمونة برهن، تلك القروض التي تمنح دخلا أكبر من دخل السندات. وفي أواخر عام ٢٠٠٦، فضلت بعض البنوك، مثل بنك أوف أميركا، أن تحد من مقدار ضمان السندات برهن في قروض الرهن الجديد بسبب قلة العائدات. لكن بنك أوف أميركا، بدلا من اختيار إستراتيجية أمان، بادل السندات المنخفضة العائد العالية التصنيف بالأصول (القروض) العالية الخطورة بنفس القدر، وذلك في محاولة لزيادة العائدات بدون إضافة أوراق مالية خاصة بضمان السندات برهن. لكن الزيادة في العائد كانت ضئيلة- ووجد أنها تساوي ٠,٢ بالمئة فقط بالنسبة للكميات التي تم تبادلها. وقد لفت الدفع في اتجاه الإبقاء على الأرباح أنظار البنوك الأمريكية إلى إنشاء الديون أو الحصول عليها بصورة اقتحامية، حتى حين أصبحت دورة الائتمان فاسدة. ومنذ عام ٢٠٠٦ فصاعدًا، أصبح لدى الكثير من القائمين على إنشاء صكوك الرهن، والمقترضين، وكذلك بنوك الرهن، آمال عريضة في أن العالم سيكون آمنًا على الدوام.

وقد لخص محافظ بنك أوف أميركا ميرفين كينج التطورات على النحو التالي:(٤)

> "لاحظ المستثمرون، ومن بينهم البنوك، أنه لا يمكن الحصول على العائدات الأعلى إلا بالتعرض لمخاطر أعلى. ولذلك، فقد تم إقراض النقود بشروط ميسرة. وقد أدى ذلك إلى زيادة إضافية في أسعار الأصول التي كانت مرتفعة أصلا حيث كانت أسعار الفائدة الحقيقية تواصل

الانخفاض. كما أدى إلى تضخم في حجم القطاع المالي نتيجة لإنشاء أدوات جديدة بحثًا عن العائد. وبالإضافة إلى منح القروض الأسرية والقروض التجارية، أقرضت البنوك بنوكًا أخرى اشترت أدوات- لم تكن مألوفة في أي وقت سابق- أنشأتها المنظومة المالية نفسها. وكانت النتيجة هي أن القروض التي كانت محفوفة بالخطر أصلا زادت أضعافًا مضاعفة".

شعار "أنتج ووزِّع": حالة بنك سويسرا المتحد

حذت أوروبا حذو أمريكا داخل أمريكا وأوروبا. فقد كان بوسع بنوك الاستثمار التي نشأت في أوطانها- بنك سويسرا المتحد UBS، البنك الألماني، بنك باركليز- أن تقتحم سوق الرهون الأمريكية بصورة مباشرة، وغالبًا ما كان بوسع هذه البنوك أن تستفيد من قاعدة التمويل الأرخص خارج الوطن. وكان هذا هو بكل تأكيد حال بنك سويسرا المتحد.

كان بنك سويسرا المتحد، هذا البنك الذي أعرفه جيدًا بعد أن عملت فيه لأكثر من اثني عشر عامًا، منشغلا بأن فرعه الخاص بالاستثمار المصرفي يواصل تقهقره أمام البنوك الأمريكية المنافسة له في مجال الدخل الثابت. كما أن عمولته عن أعمال السمسرة في صناديق المضاربة كان يتم الحصول عليها ببطء، ذلك المجال الذي كانت تهيمن عليه شركتا جولدمان ساتشز ومورجان إستانلي. لكن تقرير عام ٢٠٠٥ الذي وضعه المستشارون بالإدارة

بشأن كيفية سد الفجوة القائمة بينها وبين هذه الشركات المنافسة أدى إلى طرح خطة خمسية طموحة تهدف إلى سد الفجوة. وقد تم تبادل مذكرات بشأن هذه الخطة. وكانت الرسالة الأهم أن البنك يتعين عليه أن يتحمل قدرًا أكبر من المخاطرة في أداء وظائفه. وتم دعوة جميع أعضاء مشاريع الدخل الثابت للبحث عن الأساليب التي يمكن للبنك أن يوزع بها أمواله بطريقة اقتحامية. كان هذا انحرافًا كبيرًا لبنك محافظ عن تقاليده القائمة على الإدارة طويلة الأمد للثروات في إنجاز مشاريعه الرئيسية. وكان البنك قد أصيب من قبل بأضرار سببتها التجارة الاقتحامية في الخسائر التي لازمت استثماراته في صندوق الإدارة المالية طويلة الأجل.

ولضمان أن لا تغري الصناديق الموظفين الطموحين وتجذبهم بما تدفع لهم من رواتب تم تخصيص جزء من الخطة الجديدة لإنشاء صندوق داخلي للمضاربة، إدارة ديلون ريد لرعوس الأموال. وقد استطاع البنك بالتمويل المنخفض التكلفة من الودائع الضخمة المرصودة بالفرنكات السويسرية أن يساعد في تشغيل الصندوق، وأخذ من بنك الاستثمار مجالات هامة في مشروعات التمويل برهن، وتولى موازنة الائتمان والعقارات التجارية. ومع أنه لم يكن هناك أي هدف محدد للتركيز على العقارات في نطاق إدارة ديلون ريد لرعوس الأموال، إلا أن ما كان متفقًا عليه هو أن يتم نقل موظفي بنك الاستثمار في موعد لاحق. وفي ذلك الوقت، كان للمشروعات معنى؛ لأن الطلب على صناديق التمويل العقاري كان عاليًا. وكان هناك أيضًا القليل من المجالات التي أتاحت عائدات جاذبة بعد أعوام من الاستثمار المزدحم بصورة متزايدة الاحتقان في الأسواق الأمريكية.

وفي مبادرة منفصلة، اعتبر بنك الاستثمار أن المنتجات المضمونة برهن متطابقة مع المجال الرئيسي الذي كان ضعيفًا فيه بالجرأة بالمقارنة بالبنوك المنافسة الرئيسية الثلاثة، وذلك إلى جانب تزايد صناديق المضاربة التي توفر الخدمات للعملاء وتطور الأسواق البازغة والسلع. وشدد البنك في كافة المجالات المختلفة للمشروعات على تاريخه المحافظ؛ فقد شملت العروض إشارة واضحة إلى ما للشركة من 'تصنيف ائتماني عالٍ فائق وميزانية أقوى'.

الإشارة إلى الخسائر التي أشير إليها في نطاق إدارة ديلون ريد لرعوس الأموال محملة على مراكز الرهن العقاري بدءًا من صكوك الرهن في عام ٢٠٠٦. واختار الصندوق لحظة متأخرة جدًّا للدخول في سوق الرهن العقاري. في ذلك الوقت، كانت قد وُجدت هناك دلائل مقلقة للتوقف. وفي الواقع فإن محللي التمويل بضمان الرهن في بنك سويسرا المتحد، الذين اعتبروا من أفضل المحللين في وول إستريت (سوق المال في نيويورك)، قاموا بنشر تقرير يطرح هذا السؤال 'عام ٢٠٠٦: هل هذا العام هو العام الأسوأ في تاريخنا؟' إن سيولا من منتجات الرهن دخلت إلى السوق، الأمر الذي أغرى المقترضين على إعادة التمويل عن طريق الإيحاء بأن هذه المنتجات هي آخر صكوك الرهن العقاري، على حين أن منشئي الرهن تنافسوا مرارًا وتكرارًا على بيع المزيد. وبدأ المقرضون في زيادة حجم القروض قياسًا بقيمة الملكيات العقارية. كما أن شروط التوثيق كانت رخوة إلى حد بعيد.

سندات الرهن العقاري كشكل من أشكال 'نقود البنك المركزي'

على مستوى القيمة الاسمية، إحدى الظواهر الأدعى للدهشة لحيازات الرهن العقاري لبنك سويسرا المتحد هي أن الأوراق المالية المقيدة في المحفظة يتم استخدامها لتمويل ميزانية البنك. لكن هذه الأصول لا يتم استثمارها بصورة نموذجية إلا في الأصول الشديدة الجودة. ومنذ عام ٢٠٠٣ فصاعدًا، حصلت المحفظة التي تمت إدارتها بهذه المجموعة على كميات متزايدة من السندات المضمونة برهن، بما في ذلك الرهن العقاري. وقد اتخذ قرار بالعمل على نشر الأوراق المالية المضمونة برهن؛ لأن البنوك المركزية كانت تقبل هذه السندات ضمانة إضافية. كما أن السندات كانت رائجة بشدة. وبعبارة أخرى، من وجهة نظر بنك سويسرا المتحد لم يكن ممكنًا التمييز بين السندات المضمونة برهن وبين 'نقود البنك المركزي'، ذلك الوسيط الأكثر سيولة وقيمة بين العملات. وفي الواقع، فإن سبب احتفاظ بنك سويسرا المتحد بما كان لديه من سندات الرهن العقاري لمدة طويلة، وعلى الرغم من الخسائر، هو أن البنوك المركزية تقبل هذه السندات.

من وجهة نظر بنك سويسرا المتحد، لم يكن ممكنًا التمييز بين السندات المضمونة برهن وبين 'نقود البنك المركزي'

تم استخدام السندات المضمونة بأصول كضمانة إضافية في البنوك المركزية على نطاق واسع، خصوصًا في البنك الفيدرالي. وفي أعقاب الأزمة المالية، ربما تكون البنوك المركزية في الولايات المتحدة وأوروبا قد

أصبحت أضخم مخازن هذه السندات، وذلك في وقت رفض فيه أصحاب الملكيات الخاصة التعامل فيها. واتخذ بنك سويسرا المتحد قرارًا بالتحول إلى السندات المضمونة بأصول؛ نظرًا لأن انخفاض مستوى التصنيف الائتماني في اليابان- الذي أدى إليه طول فترة الركود وأزمة العمل المصرفي- أظهر أن حيازات البنك من سندات الحكومة اليابانية محفوفة بخطر بالغ. وكانت حيازات الرهن العقاري في البنك السويسري رد فعل للطابع العالمي للبنك، وكذلك رد فعل لنتائج الأزمة المصرفية الأسبق في اليابان.(٥)

ومن فبراير ٢٠٠٧، أصبح من الواضح أن الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري أصبحت غير سائلة. فبدلا من منح ضمان أكبر، لم تمنح هذه الصكوك أي ضمان. وعاد حملة السندات إلى حساب تقديرات للتدفقات النقدية المتوقعة وصولا إلى استنتاجات تتعلق باحتمالات عدم إيفاء الدين. وغالبًا ما كانت الاستنتاجات تميل إلى التفاؤل الشديد، وإلى تشجيع الإدارة في بعض الأحيان.

وعانى بنك سويسرا المتحد، ومعه كل البنوك المتضررة الأخرى، جنبًا إلى جنب، من جراء افتراض أن التاريخ الحديث تحدث عن أوضاع طبيعية على حين أن البيئة الاقتصادية الهادئة لعصر التهدئة الكبرى لم تكن، في واقع الأمر، سوى أوضاع تاريخية مضطربة.

كانت مشكلة البيانات حادة بالنسبة إلى تمويل الرهن العقاري بصفة خاصة، ذلك لأنه لم يكن هناك تاريخ طويل الأمد لمثل هذا النوع من

الإقراض، وبخاصة أثناء الخضوع لفترة الركود. وقد سلك الرهن العقاري هذا المسلك طوال عام ٢٠٠١، الأمر الذي أوضح أن الركود محدود ومصحوب بقدر كبير من الدعم الرسمي للإسكان، خصوصًا دعم البنك الفيدرالي المقدّم بأسعار فائدة منخفضة.

وربما بسبب ظهوره المتأخر في المشهد، أصبح بنك سويسرا المتحد الضحية الأوروبية الكبرى للحماس المفرط للرهن العقاري؛ حيث فقد ما مجموعه ٥٠ مليار دولار أمريكي في عمليات تخفيض الأصول في الـ ١٨ شهرًا التي أعقبت أغسطس ٢٠٠٧. إن دروس الانهيار الفجائي للبنك العالمي الطموح كامنة في سياسته المحافظة- فقد مضت سنوات ليقتنع بضرورة دعم حيازات رهونه- وكامنة أيضًا في انتشاره العالمي. وكان الدافع إلى التركيز على الأوراق المالية المضمونة برهن، خصوصًا ضمانات الرهن العقاري، هو الرغبة في اللحاق بالمنافسين. وتظهر الخطة الخمسية للبنك لعام ٢٠٠٥ أنه أراد- بناءً على نصائح المستشارين- زيادة حضوره السلعي في الأسواق البازغة، وفي ضمان السندات برهن. لقد كان عَرَضًا من أعراض التحول إلى مجال استثماري مزدحم يتدافع فيه المستثمرون من أجل الأرباح.

وبمجرد أن بدأت الأزمة المالية، طالت تخفيضات الأصول في بنك سويسرا المتحد ما هو أبعد من الأوراق المالية للرهن العقاري ليصل إلى حيازات أخرى. وبدا أن محفظة الأوراق المالية التي لحقتها أضرار قد اتسعت مع كل فصل ربع سنوي جديد. وامتدت تخفيضات الأسعار من الديون المقيدة بضمانات عينية ذات المخاطر العالية إلى صكوك الرهن

العالية الجودة، ثم وصلت إلى السندات التي يبرمها شركات التأمين الأحادية الخط. وفي النهاية، فإن الخسائر التي حققها الرهن العقاري في بنك سويسرا المتحد لم تتجاوز نصف إجمالي التخفيضات في الأصول.

كان بنك سويسرا المتحد هو البنك الأكثر شهرة وهوانًا بين البنوك الأوروبية بكل ما في الكلمة من معنى. وقد حققت البنوك الأخرى شهرة أقل نطاقًا، لكن الخسائر الضخمة في الأوراق المالية المضمونة بأصول في كل من أمريكا وأوروبا، شملت كافة البنوك. وقد زادت خسائر السوق بشدة، وكذلك عدد الأوراق المالية التي كانت مرفوضة من جانب البنوك الأخرى، ولم يقبل هذه الأوراق إلا البنوك المركزية فقط، وذلك حتى لا تحدث أي مشكلة كبيرة. وهكذا، تهيأت أموال البنوك المركزية لقبول الكثير جدًا من الاستثمارات الشديدة الضرر التي لا يقبلها أي بنك آخر. فإن حقق الطلب فائدة، أمكن الحكم على البنوك المركزية بأنها تصرفت بحكمة. وإذا زادت الديون غير المسددة، فإن الخسائر ستسبب مشاكل أكبر للبنوك أو يتعين على البنوك المركزية أن تمتصها.

ويوضح قرار بنك سويسرا المتحد الخاص بزيادة محفظة أوراقه المالية المضمونة بأصول، نظرًا لقبول البنك الفيدرالي لهذه الزيادة رفض النظام القانوني القائم في كل مكان لمثل هذه الأصول قبل فترة الركود. لكن الوسائل المالية، ونماذج المخاطر، وتحديث المنتجات، وتوسيع الميزانية، والالتزامات المقيدة خارج نطاق الميزانية العامة، كانت كلها أدوات معروفة، وكان المسئولون والبنوك المركزية أيضًا، يشجعونها في معظم الأحوال. ولم تكن

هناك نية لإبطاء أو قلب مسار ضمان السندات برهن وتعقيده بصورة متزايدة. وإن خطر على بال أحد مثل هذا التصرف لكان ذلك مدعاة للسخرية.

وتهدف البنوك التجارية إلى تحقيق الربح في بيئة تنافسية؛ فإذا كانت الطريقة الوحيدة لتحقيق الربح هي المشاركة في استثمارات محفوفة بالخطر، فإن البديل لذلك بالنسبة إلى البعض هو الكسوف التجاري **commercial eclipse**. والمتوقع من البنوك التجارية هو أن تخاطر من أجل تحقيق الأرباح؛ على حين أن المتوقع من المسئولين القانونيين هو أن يضعوا قيودًا على هذه البنوك، لكن لا البنوك التجارية تخاطر ولا المسئولون يضعون قيودًا عليها.

هذا موقف لخصه جرينسپان في السنوات الأخيرة من تسعينيات القرن العشرين: 'إذا أردنا أن ندفع باتجاه التحديث المالي، فلابد أن نكون حريصين على أن لا نضع القواعد التي تعيق عمله.'[٦] وفي دعمه للتكامل المالي، اتخذ البنك الأوروبي المركزي نفس نهج 'سياسة عدم التدخل'. غير أن المفوضية الأوروبية دفعت باتجاه تحديث المنتجات. ففي ٢٠٠٥، أثنى المفوض الأوروبي تشارلي ماكريڤي[٧] **Charlie McCreevy** على فوائد التحديث المالي ثناءً بالغًا:

> 'التحديث المالي يمكن أن يفيد في زيادة أرباح المدخرات. وهو يمكن أن يفيد في تحويل الثروة إلى موارد سنوية متدفقة. وعلينا أن نعمل على تشغيل هذه الثروة. ومهمتي

هي أن أقوم بتوفير إطار قانوني أوروبي يعزز التحديث المالي؛ الأمر الذي يتيح لمديري الصناديق أن يقوموا بتطوير مقترحات استثمارية جديدة؛ وهو ما يستجيب لحاجات المستثمرين، على أن يتم ذلك بطرق معقولة.'

إن البنوك لا تستطيع أن تحدد- ولا المسئولون القانونيون- ما هي التحديثات المعقولة، وماهي درجة التحديث المقبولة، إلا بناءً على نتائجها.

كيف نحدد 'القيمة عند الخطر'؟

يجب أن نوجه المزيد من النقد للمنظومات عند حصر إجمالي ما تعانيه البنوك من المخاطر

إحدى المناطق التي تتطلب، بكل تأكيد، عملية جراحية جذرية هي منطقة منظومات المخاطر في البنوك. والواقع أن الكثير من الأساليب المستخدمة في 'التشريح والتقطيع' **slicing and dicing** يمكن تطبيقها في مجال الأوراق المالية. بل يجب أن نوجه المزيد من النقد للمنظومات عند حصر إجمالي ما تعانيه البنوك من المخاطر. ومن المفترض أن منظومات المخاطر تقوم بقياس ومراقبة الميزانيات العامة للبنوك باستخدام بيانات التحليل، وحسابات التباين **variance calculations**، ومقاييس الارتباط **measurements of correlation**، والفوائد المتوقعة. وهذه المنظومات تشارك الأوراق المالية في الكثير من خصائصها التي يمكن أن تحدث مشاكل؛ فهي تعتمد على نماذج وتعتمد أيضًا على فكرة أن المستقبل قابع

داخل مقاييس بعينها. كما أنها تعتمد على جودة البيانات المستخدمة وتفاصيلها. أما نماذج المخاطر فتقيس الخطوات القديمة لمحفظة الأوراق المالية وتحسب احتمالات خسارة النقود في المستقبل. ويطلق على هذه النماذج مصطلح نماذج 'القيمة عند الخطر' **Value at Risk**. لكن منظومات المخاطر المبنية على أساس القيمة عند الخطر تكلف البنوك أموالا في عمليات الإصدار والدعم، ثم ثبت أنها ليست فقط عديمة الجدوى بل تؤدي إلى سلوك محفوف بالمخاطر. ومن المحتمل أن استخدام منظومات 'القيمة عند الخطر' كان مسئولا عن خسارة أموال أكثر بكثير من إجمالي التخفيضات في أصول الديون المقيدة بضمانات عينية.

ويتم حساب القيمة عند الخطر عن طريق تحليل المسلك التاريخي للأوراق المالية ومقارنة هذا المسلك مع سلوك الأوراق المالية الأخرى. كما أن هذه القيمة تحدد معايير المحفظة المالية التي يديرها البنك، تلك المعايير التي تبين الخطر القائم. وتحاول القيمة الخطر تحديد احتمالات خسارة معيْنة. ويزعم كثير من الناس أن هذا يبين الخسارة القصوى مع أن ذلك يتوقف على ماهية الاحتمالات المستخدمة وما هي أشكال التقلبات في السوق. وفي مقاصير سماسرة البنوك، كانت عمليات التحكم في المخاطر تمثل مصدرًا ثابتًا للارتياح والقلق معًا.

وهناك عدة وجوه عالية الخطورة تتعرض لها هذه المنظومة. فأولا، قد يصل احتمال خسارة كمية كبيرة من النقود إلى ٩٩,٥ بالمئة، لكن احتمالات نسبة الـ ٠,٥ بالمئة لخسارة كمية كبيرة جدًا من النقود قد تكون لها عواقب وخيمة تفوق احتمالات الـ ٩٩,٥ بالمئة الباقية. وقد كان الأمر كذلك لبنوك

كثيرة. فقد أشارت منظومات القيمة المعرضة للخطر إلى أن أسلوب تعاملات السوق في أعقاب أزمة الرهن العقاري كان ممكنًا ربما لمرة واحدة فقط في تاريخ العالم. وقد بينت مثل هذه الاحتمالات القليلة لحدوث الكوارث أن استخدام النماذج تم بصورة ناقصة.

فإن كانت الاحتمالات خاطئة إلى حد بعيد، فإن من السهل إدراك كيف حدث هذا الخطأ. إن منظومات القيمة عند الخطر غالبًا ما تستخدم بيانات خمسة أعوام سابقة. وهذه الأعوام الخمسة أقل من الدورة الاقتصادية المثالية، وبكل تأكيد أقل كثيرًا من الفترة المتطاولة للتهدئة الكبرى التي امتدت من ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٧. وقد أثارت هجمات سبتمبر ٢٠٠١ الإرهابية على مركز التجارة العالمي اضطرابًا شديدًا في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية. وتوصلت منظومات القيمة عند الخطر إلى أن الفترة التي أعقبت الهجمات تضمنت خطرًا أشد عن الفترة السابقة على الهجمات؛ وهذه سابقة تاريخية لغلق باب الإسطبل بعد هرب الحصان.

كانت هناك مشكلة أساسية بالغة في منظومات القيمة عند الخطر والناشئة عن الطريقة التي تم من خلالها النظر إلى الاضطرابات العنيفة- مثل هجمات ٢٠٠١. ونظرًا لأن المنظومة قد استخدمت فترة عنيفة من التاريخ، فلابد أن وقتًا سيأتي يزول فيه الحدث المثير للاضطراب من سجل التاريخ. وقد حدث هذا بالنسبة لبعض البنوك، بما في ذلك بنك سويسرا المتحد، في أكتوبر من عام ٢٠٠٦، بعد ستة أعوام من الهجمات. وحيث إن الفترة التي أعقبت الهجمات كانت أكثر الأوضاع الآمنة المعروفة للسوق، فإن

إزالة آثار الهجمات تسببت في تصاعد حدود المخاطرة بليل. في بعض الحالات، كان من الممكن أن يتضاعف مستوى التعرض للمخاطرة. ومع الأخذ في الاعتبار أن السوق الممتلئة بالائتمان كانت تقترب من زمن كان لابد أن تقل فيه المخاطرة، فقد كان المتوقع بشدة أن يتم تطبيق نماذج القيمة عند الخطر التي تم طرحها في الفترة المجنونة الأخيرة للاستثمار في الأوراق المالية المحفوفة بالمخاطر.

سياسات الرواتب العالية

لقد لفتت سياسات رواتب البنوك الأنظار بشدة. فقد أوضح تقرير بنك سويسرا المتحد أن المكافآت في البنوك لم تراع الأسعار المنخفضة للتمويلات التي قدمها البنك، ولا المخاطر طويلة الأجل المرتبطة بذلك. وكان في إمكان موظفيه أن يشتروا الأصل الذي لا يغل إلا ما يزيد قليلا عن أسعار التمويلات، والذي كانت عائداته الدولارية تغل مكافأة عالية للموظف إذا ما تم استثماره بكميات كبيرة. وافترض البنك أن حصوله على تمويل منخفض السعر يمكن أن يؤدي إلى استمرار اضطراب السوق المالية بعد الأزمة. وقد وُجدت دوافع مشابهة عن أسباب الانحلال في بنوك كثيرة أخرى، بما في ذلك بنك ليمان براذرز وبير إستيرنز ونورثيرن روك وديكسيا. ولم يكن من الطبيعي أن يُنظر إلى الاستثمارات ذاتها باعتبارها جاذبة إلا إذا تم الحصول على تمويلات منخفضة السعر، ولذلك فقد كانت المهارة المضافة في الكثير من الاستثمارات غير مؤثرة إلى حد بعيد في هذه العملية.

وكما أوضحت من قبل، فإن توفير هذه التمويلات غالبًا ما كان يتم في بلاد مثل سويسرا، وبالأحرى في اليابان، حيث بقيت أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة جدًا لأعوام عديدة.

كما أن دوافع المشاركة في عمليات ضمان السندات الأكثر خطورة كانت عالية أيضًا، ذلك لأن هذه الضمانات كانت توفر مكافآت أكبر، وكانت الاستثمارات الطويلة الأجل تعطي للموظفين منحًا بصورة مسبقة. وطبقًا لتقرير بنك سويسرا المتحد، فإن صرف المنح "للعاملين المتميزين والمتخصصين في بنوك استثمارات الدخل الثابت، بما في ذلك أولئك الذين كانوا بارزين في شغل مراكز الشركات المهيمنة على الرهن العقاري. وقد كان يتم إعطاء المنح من إجمالي الإيرادات بعد خصم أجور الموظفين، بلا حساب منهجيّ يضع في الاعتبار جودة تلك المدخرات أو مستداميتها".

وكان الموظفون يمنحون الحق في الاستعلام عن أرصدة حمَلة الأسهم ودافعي الضرائب. وعند حدوث شيء هام، كانوا يمنحون أيضًا حرية التلاعب بمنظومة الائتمان التي تعزز عمليات السداد. الخيار الآخر، أي افتقار الموظفين الأكفاء لمنافسين يسهل قيادهم، لم يكن مقبولا بل كان على الأرجح وقفًا على أي تغير طويل الأجل في ثقافة المنح والمكافآت.

وطبقًا للأرقام التي أعلنتها صناعة الأوراق المالية واتحاد الأسواق المالية **FMA**، فإن تكاليف المبالغ المدفوعة للسماسرة الذين يعملون في شركات مثل جولدمان ساتشز وميريل لينش ومورجان إستانلي بلغت عام

٢٠٠٣-٢٠٠٨ نحو ٥٥٠ مليار دولار[٨]. وأضف إلى ذلك أن ما يتم دفعه من تعويضات للعاملين في القطاع المصرفي، ولمنشئي الـرهن، وكمقابـل لخسائر البنوك الأمريكية يصل، وفقًا لتقدير صندوق النقد الدولي إلى تريليون دولار أمريكي، وذلك عن طريق الخفض في قيمة الأصول، وهو ما يساوي تقريبًا جملة المبالغ التي تم دفعها للعمـال فـي هـذه الـصناعة. ونظـرًا للاضطرابات التي حدثت والأضرار الطويلة المدى التي لابد أن تكـون قـد لحقت بالتطور في بقية الاقتصاد، كان من الأفضل أن يتم دفع النقود بصورة مباشرة لكل السماسرة والمصرفيين ومطالبتهم بأن لا يعودوا إلى عملهم لمدة ست سنوات.

فيما تعلق بالفرص الضائعة والثقة المفقودة والنمو المستقبلي التائه، فإن الثمن الذي تعيّن على المجتمع الأكبر أن يدفعه كان باهظًا

الثمن الذي تعيّن على المجتمع أن يدفعه المجتمع الأكبر كان باهظًا فيمـا تعلق بالفرص الضائعة والثقة المفقودة والنمو المستقبلي التائه، وذلك بما يفـوق كثيرًا ثمن التخفيضات في الأصول في نظر من يشترون "الأصول المـسمومة" **toxic assets**. وقد تم تحميل ثمن انهيار العمل المصرفي على المجتمع الأكبـر لحماية منظومات السداد **payment systems**. والواقع أن المعيار الأكثر شـفافية لتكلفة المجتمع هو زيادة الدين الحكومي في البلاد المصابة بأضرار. ولذلك، فقد كان المتوقع أن يصل العجز الفيدرالي الأمريكي عام ٢٠٠٩ إلى ما يقرب من ٢ تريليون دولار أمريكي عن عام ٢٠٠٩ وحده، أيّ ١٤ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، إلى جانب مديونية أخرى أكبر لإزالة الأضرار التي لحقت بالاقتصاد.

وترى المملكة المتحدة أن الدين الحكومي يزداد من ٤٢ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي إلى ٧٥ بالمئة خلال الأربعة أعوام اللاحقة، بإجمالي ١،٢ تريليون دولار خلال تلك الفترة. وسيزداد الدين العام لحكومتي إسبانيا وأيرلندا من ٣٨ بالمئة و ٢١ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي إلى ٧٠ بالمئة أيّ حوالي ٦٥٠ مليار دولار.

قد تكون هناك خسارة إلى حد أكبر قليلا في الثقة بالمنظومة التي بدا أنها أدت إلى نقل العالم إلى الأفضل. وكان من الممكن أن يؤدي اهتزاز الثقة في المنظومة المالية إلى تقويض دعائم المؤسسات الأفضل، مثل الحكومات الديمقراطية في البلاد الأقل استقرارًا، وربما في العالم المتقدم أيضًا. وربما لم تكن العاصفة السياسية التي اجتاحت بريطانيا خلال دعاوى الإنفاقات البرلمانية في ربيع عام ٢٠٠٩ لتظهر ما أثارته من غل بدون خلفية البطالة المتزايدة وتراجع القوة الشرائية لدى الجمهور البريطاني الناتجين عن الأزمة المالية.

تخفيضات أصول البنوك تبديد لثروات الغرب

خسرت منظومة العمل المصرفي في أوروبا وأمريكا ما يصل إلى ٢,٨ تريليون دولار طبقًا لتقديرات صندوق النقد الدولي. فالجشع، ومخاطر المنتجات الائتمانية التي تم طرحها على عجل، ونقص المعلومات اللازمة عن المستثمرين في الرهن العقاري، واستخدام المنتجات المالية مثل الديون المقيدة بضمانات عينية، والقرارات غير الصائبة، والحوافز غير المنظمة، والتنافس، والمعايير الرخوة للإقراض؛ كلها عوامل ساهمت بقدر في تلك الخسارة.

هناك أيضًا عامل آخر. فقد كانت الخسائر مقياسًا صريحًا للخسارة التنافسية بالنسبة للنظم الاقتصادية الشرقية، خصوصًا الاقتصاد الصيني. فالبنوك تعمل كوسطاء- كسماسرة بين المقرضين والمقترضين- لكن خسائر بنوك الغرب تعبِّر، بصورة ما، عن خسارة المجتمعات التي تكون فيها هذه البنوك. وهناك أيضًا خسائر يمني بها مديرو الاحتياطيات المالية إن هم قاموا بالاستثمار في المنتجات المضمونة برهن عقاري. لكن معظم مديري الاحتياطيات لم يضعوا نسبة كبيرة من استثماراتهم في هذه الأنواع من الأوراق المالية، ذلك لأن مديري الاحتياطيات نشأوا خلال الأزمة تقريبًا. وعند حد معين، تم نقل الثروة من بلدان الغرب- عن طريق الأدوات المعتمدة لدى إدارة الاحتياطي- إلى تلك البلاد التي تتبع سياسات تكديس مقادير كبيرة من الاحتياطيات.

وفي مجال إنتاج الثروة في بلدان الغرب، حدثت أضرار أخرى بسبب انخفاض معدل النمو الذي كان من المتوقع أن يحدث في بلدان الغرب عقب الأزمة، إلى جانب الانخفاض في مستويات الإقراض بما لا يمكن أن يتحملها، أو يرغب فيها، الناس. فكلا الأمرين يحد من مستويات النمو في المستقبل.

كل هذه النتائج تحدث حين تواجه الكثير من بلدان الغرب مشاكل الشيخوخة في مجتمعاتهم وتكون في نفس الوقت راغبة في تحقيق أكبر قدر ممكن من النمو. وحين يكون المجتمع ككل في حاجة إلى اعتمادات ائتمانية أكبر لدفع المعاشات وتكاليف الرعاية الصحية لكبار السن، فإن المقادير التي

يتم استخدامها لإنقاذ البنوك ستعمل على الحد بشدة من خطط الحكومات في الإنفاق. ومن ناحية أخرى، فإن المقادير المخصصة لدعم كبار السن ضخمة جدًا لدرجة يكون معها دعم البنوك شيئًا بلا معنى. وربما كان ذلك أحد الدروس شديدة المرارة الذي يتعين علينا تعلمه؛ إن الفوضى التي عانينا منها خلال الأزمة المالية لا تقاس بحال بالتضحيات التي يتعين علينا بذلها.

الهوامش

(1) IMF Global Financial Stability Report. April 2009.

(2) Annual reports of Morgan Stanley 2003- 2007.

(3) Annual reports of Goldman Sachs 2003-2007.

(4) Mervyn King, speech to CBI dinner 20 January 2009.

(٥) التفاصيل الخاصة بمشاكل بنك سويسرا المتحد مأخوذة من تقرير:

'Shareholder Report on UBS`s Write-Downs', April 2008.

(6) Alan Greenspan. Fostering Financial Innovation: The Role of Government, 1997.

(7) Charlie McCreevy. Innovation in finance – and how Europe can be at the leading edge, 7th Annual Finance Dublin Conference Dublin, 28-29 March 2005.

(٨) النتائج المالية لصناعة الأوراق المالية في الولايات المتحدة منذ عام ٢٠٠١ متاحة على الموقع الآتي:

www.sifma.org/research/statistics/securities_industry_financial_results.html.

الفصل الثامن

سندات غير مصنفة: هكذا فشلت وكالات التصنيفات والضوابط القانونية

حين يعقد المرء عزمه على أن يكون محترمًا جدًا،
وينال هذه الصفة، فإنه يصبح تلقائيًا مشغولا بألا يفقد
مقامه الرفيع.

لاو تسو

Lao Tzu

لا يمكن أن نبرر للبنوك ما أبدته من حذر في ممارسة أنشطتها التجارية بدءًا من عام ٢٠٠٥ فصاعدًا. إن اعتمادها المفرط على النماذج القائمة على أساس حسن النية، والدوافع الحمقاء، والمعلومات الناقصة، والتوقيت السيئ، والتنافس القائم على التضليل، كل هذه الأشياء زادت من شيوع الوسائل المالية التي أثرت ليس فقط في الرهن العقاري بل وأثرت أيضًا في كل عمليات الإقراض في كل من الولايات المتحدة وأوروبا. والأطراف المشاركة في سوء التقدير هي وكالات تصنيف الائتمان المصرفي التي أعطت للأصول التي حصلت عليها البنوك تصنيفات عالية. والواقع أن

العلاقة بين البنوك ووكالات التصنيف كانت تحالفًا غير مقدس تم تشكيله لتعزيز مكاسب الأنشطة التجارية للبنوك التي تتبنى شعار 'أنتج ووزع'؛ لكن هذه الأنشطة كانت تعجل بدمارها. فالتصنيفات هي أحد أساليب إضفاء الثقة على عمليات السداد المنظمة مؤسسيًا. فعندما يكون تصنيف السند AAA فإنه يعتبر ضمانًا ماليًا ذا جودة عالية جدًا؛ ولكن لأن هذا قد ثبت خطؤه بصورة مطلقة، فإن الثقة يمكن أن تكون غير كاملة في منظومة عمليات السداد كلها؛ ومن هنا كانت الحاجة إلى الرأسمال الحكومي، وإلى التأميم الكامل للبنوك والوكالات وشركات التأمين. وقد توقفت المنظومة عن الاعتماد على أموال ديون القطاع الخاص، واضطرات في المقابل إلى طلب ضمان المجتمعات بكاملها.

وكالات التصنيف: نظام قانوني خاص لا رقابة عليه

في شهادتها أمام لجنة العمل المصرفي بمجلس الشيوخ في ٨ فبراير ٢٠٠٥، تحدثت كاثلين كوربيت **Kathleen Corbet**، رئيسة شركة إستاندرد أند بورز **S&P** للخدمات المالية حينذاك، قائلة:

> 'التصنيفات الائتمانية تزود كل مصدري القروض المصرفية والمستثمرين في كل أنحاء العالم بالمعايير المعتمدة، وذلك لزيادة الرأسمال الإنتاجي وتيسير نمو الأسواق الجديدة. والحقيقة أن الآراء الخاصة بالتصنيف الائتماني ساندت تطوير أسواق عميقة وواسعة ومجدية اقتصاديًا للديون العالمية'.

والحقيقة أن وصف كوربيت للخدمات التي توفرها وكالات التصنيف الائتماني يتضمن قدرًا كبيرًا من بزور النقد الموجه لهذه الشركات بعد أزمة الائتمان المصرفي. ومع أنه لم يكن ثمة شك كبير في أن الوكالات اهتمت بزيادة رأس المال ونمو الأسواق الجديدة، فإن هذا الاهتمام ما كان ليفيد المستثمرين إن كانت نصائح هذه الوكالات غير معتمدة وظلت هذه الوكالات متهمة بالفشل المنهجي في توفير معايير جديرة بالثقة.

الوكالات الرئيسية لتقديم خدمات للمستثمرين، مثل شركة موديز إنفستور سيرفيسز وشركة إستاندرد آند بورز، تدير نحو ٨٠ بالمئة من سوق التصنيفات على نطاق العالم، على حين أن التصنيفات الأقل قيمة لشركة فيتش كان نصيبها نحو ١٢ بالمئة من حصص السوق. وهناك وكالات أخرى في أمريكا والصين والهند ولكنها ضئيلة الأثر مقارنةً بالشركات الضخمة. والواقع أن القلة من كبريات الوكالات الكبرى لا تحتكر عمليات التصنيف بصورة منفردة؛ فهناك الشركات المحلية، وفي أمريكا كان إصدار قانون إصلاح التصنيف الائتماني لعام ٢٠٠٦ محاولة لتحفيز التنافس. لكن الشركات الثلاث الكبرى هي المسيطرة لدرجة أنها قد تشوّه حتى نتائج تنافسها؛ وقيل أن الوكالات الصغرى تعطي لناشري السندات تصنيفات أفضل مما تعطيه الشركات الثلاث الكبرى ربما لأن هذا هو السبيل إلى توسيع أنشطتها التجارية.(١)

وتختلف وكالات التصنيف عن الهيئات القانونية، تلك الهيئات التي يدفع الشعب ثمن أخطائها، لكنها تؤدي أيضًا واجبًا تنظيميًا بطرق عديدة.

ويكمن الاختلاف في أن أنشطة وكالات التصنيف تغل رسومًا وأن استحسانها يبرره السعر. وقد أكد النقاد على أن هناك ما يبدو أنه تضارب متأصل في المصالح بين الوكالات من جانب وعملائها الناشرين من جانب آخر. والواقع أن رسوم الشركات ينتجها ناشرو السندات. وفي المقابل، فإن التصنيفات توفر إرشادات موحدة للمستثمرين تساعدهم على التوصل إلى قرار يتم على أساسه تحديد المعايير الاستثمارية للسندات. وفي أعقاب انهيار تجارة الإنترنت عام ٢٠٠١، أدينت الوكالات بتهمة إعطاء الأولوية لناشري السندات على حساب مصالح المستثمرين، وهي التهمة التي ظهرت من جديد بقسوة أشد بعد عام ٢٠٠٧. وأصبح دمج وكالات التصنيف داخل بيئة يسودها القانون أكثر وضوحًا خلال الخمسة أعوام الماضية. وحدث التطويق الآخر لوكالات التصنيف برغم الاتهامات المتعلقة بالآراء المتضاربة والمضللة.

بعد أزمة تجارة الإنترنت، اتجهت أنشطة

كل وكالات التصنيف نحو مشتقات الائتمان

اتجهت أنشطة كل وكالات التصنيف بعد أزمة تجارة الإنترنت إلى المشتقات الائتمانية، خصوصًا الديون المقيدة بضمانات عينية، تلك الديون التي اعتمدت في رواجها على التصنيفات الجذابة. ووجدت الوكالات دورًا جديدًا في تيسير مثل هذا التدخل. فلقد كان من الشائع أن 'مناهج تصنيف هذه الوكالات للديون المقيدة بضمانات عينية هي التي أوجدت ودعمت تلك السوق

التي تتعامل في تريليونات الدولارات'، وأن هذه الوكالات تصرفت كـ 'فاتحين للبوابات' أكثر منه 'بوابين'[٢]. وفي أثناء مرحلة التوسع، كان يتم تقديم مكافأة لأيّ وسيلة تقريبًا من وسائل إتاحة السيولة للأسواق.

يبدو أن صناعة التصنيفات كثيرًا ما كانت عرضة للنقد. فباعتبارها مجموعة نخبوية، كانت لجنة مراقبة عمليات البورصة قد قامت بخفض عدد الوكالات. وعلى خلاف أي صناعة تقريبًا، كانت هناك قيود شديدة تفرضها لجنة مراقبة عمليات البورصة، بوصفها المنظمة القومية للتصنيف الإحصائي (NRSRO)، على الدخول وتظهر في استمارة وثيقة تسجيل. وحين تتم الموافقة على التسجيل، فإن هذه الموافقة تشترط وجود مركز للبيع بالجملة لا يشارك في تقييم الأداء التنافسي نظرًا لأن الأمر يتطلب وجود مستثمرين بموجب قانون أو تفويض لكي يستثمروا وفقًا لتصنيفات المنظمة القومية للتصنيف الإحصائي. ولذلك فإن المستثمرين يكونون مجبرين على قبول القرار المتفق عليه من جانب وكالات التصنيف أيًّا ما كانت نوعية هذه الوكالات.

وفي مارس ٢٠٠٥، نشرت *الإيكونوميست* **Economist** مقالا بعنوان 'من يصنِّف المصنفين؟' يركز على انعدام التنافس في صناعة التصنيفات 'إن الأنشطة التجارية تؤدي وظائفها على أساس أنها احتكار قلة **oligopoly**. أما المبتدئون فإنهم يقضون وقتًا عصيبًا للتغلب على الصعاب؛ لأن الأمر يستغرق أعوامًا، وربما عقودًا، ليحققوا مكانة مرموقة'.

مسألة 'احتكار قلة من الباحثين عن الريع' مهمة تحاول معظم الشركات تجنبها، وأنا أعتقد أن أصحاب وكالات التصنيف لا يريدون أيضًا ممارسة مهمة من هذا النوع. لكنه يبدو للبعض أن هذا ليس هو ما يجري. وهناك مهام أخرى توفرها الوكالات للتصنيفات ربما تكون حتى بعد إقرارها رسميًا إمّا ذات قيمة محدودة أو حتى ضارة.

كانت التصنيفات تتغير ببطء مشبوه، وكان التغير غالبًا ما يحدث حين تتخلف الشركة عن سداد ديونها، أو بعد أن تقوم السوق فعلا بخفض السعر السوقي لسنداتها. ولا يعتبر تكرار خفض مستوى التصنيف أمرًا نادرًا، بل غالبًا ما يكون الأمر مرتبطًا بالسوق التي سبق لها إجراء تعديلات متتالية على الأسعار بحيث تلائم الأسعار أدنى توقع للسداد. ولذلك، فإن حماية التصنيفات للاستثمار تعتبر أمرًا مشكوكًا فيه. ويزداد الشك في قيمة التصنيفات حين تقدم الوكالات المختلفة تصنيفات مختلفة لنفس المنتج. والجدير بالذكر أن هناك اختلافات في الرأي بين الوكالات الرئيسية الثلاث، وأن هناك أيضًا اتجاهات شديدة الاتساق في وقت تكون فيه هذه الاختلافات نتاج الأساليب المختلفة المستخدمة في تحديد التصنيفات. فهناك وكالات للتصنيف تقيم بنوكًا باستمرار تقييمًا أعلى من تقييم الوكالات الأخرى، وهناك وكالات تعطي باستمرار لبعض الشركات على حساب شركات أخرى. وحتى قبل تنامي الرهن العقاري، كان في إمكان ناشر سندات الرهن زيارة المتاجر من أجل إصلاح هامشي لتصنيفاتها إن هي ساعدت في بيع سندات هذه التصنيفات. وبوضع التصنيفات ضمن الأوعية المعقدة لضمان السندات برهن وإدخال التصنيفات في نظم قوانين الرأسمالية العالمية، أصبحت الأخطار أشد وضوحًا.

لقد ظهرت وكالات التصنيف نتيجة لتمدد عهد السكة الحديدية في نهاية القرن التاسع عشر- عهد توسيع مشاركة المستثمرين، تلك المشاركة التي استلزمت تحليل إصدارات السندات بحيث تكون سهلة الهضم. وقد وصفت *الإيكونوميست* هذه الوكالات فقالت(٣): 'بدءًا من عام ١٩٠٩، أصبح جون مودي **John Moody** يرسل كتابًا مبهمًا إلى مكاتب المشتركين في أمريكا، كتابًا يظل يترنح في البريد أيامًا وأسابيع. وكانت التصنيفات السنوية لسندات السكة الحديدية بعيدة عن هذه العملية. هكذا بدأت أسواق القرض الأمريكية القليلة الخبرة نشاطها'.

وبلغت شركتا 'إستاندرد آند پورز **Standard & Poor`s**' و'موديز **Moody`s**' سن الرشد في عشرينيات القرن العشرين حين استلزم التوسع الاقتصادي توحيدًا في تحليل الاستثمارات. وكان الطلب على خدماتها يتزايد بشدة من خلال رواج الأسواق في العشرينيات- خصوصًا فيما يتعلق بإصدارات السندات. وأعطى انهيار عام ١٩٢٩ أول إشارة إلى أن الوكالات قد لا تكون مفيدة بالقدر المطلوب. وتخلفت السكك الحديدية في كل من شيكاغو وروك آيلاند ومنطقة المحيط الهادى عن سداد ديون سنداتها خوفًا من الحصول على تصنيفات أعلى من تصنيفات شركة إستاندرد آند پورز وشركة موديز آند فيتش. وكنتيجة لفقدان الثقة في التصنيفات بسبب التخلف عن سداد الديون في أعقاب انهيار عام ١٩٢٩، فإن الغموض غالبًا ما يكون قد أحاط بتصنيفات الأعمال التجارية لعقود عدة.

وجاء الخلاص في بداية السبعينيات على يد لجنة مراقبة عمليات البورصة حين قررت أن تستفيد من وكالات التصنيف في تقييم الوسطاء (بنوك الاستثمار). وقد كان ذلك بالنسبة إلى الوكالات بمثابة نقلة لطور جديد. ومن ذلك الحين فصاعدًا توفر لهذه الوكالات المزيد من العمل المنظم بقوانين.

وفي السبعينيات أيضًا قررت الوكالات أن تحمل الناشرين مسئولية تصنيفاتها. فقد كانت الوكالات مدفوعة إلى التحول من نظام رسوم الاشتراك إلى نظام رسوم ناشر الأوراق المالية بواسطة رفع ضمان السندات برهن، وتنامى هذا النظام مع تنامي النشاط التجاري حتى بلغت غايتها في ٢٠٠٧. لقد كان هدف هذه الوكالات من ترشيد المستثمرين- الذين كانوا، في الواقع، مجرد مسئولين قانونيين في بداية الأمر- مختلطًا دائمًا برغبة في تعزيز المنتجات. ولما كان الأمر متعلقًا بالاستثمار النقدي، كان في مستطاع هذه الوكالات أن توفر الأساس المنطقي للاستثمار.

وخلال سنوات التسعينيات تزايدت سلطة وكالات التصنيف وتنامي رخاؤها مع تضاعف الإصدارات العامة والخاصة من السندات. وبحلول منتصف التسعينيات، سيطرت شركة مودي على الصناعة بتصنيفات تم توزيعها على ٢٠٠٠٠ مصدر سندات في أمريكا و١٥٠٠ مصدر سندات في بلاد أخرى. وسجلت شركة موديز بصفة خاصة بيانات مترابطة عن الوكالات المدرجة. وفي فبراير ١٩٩٦ أكد توماس فريدمان Thomas

Friedman، الحائز على جائزة بوليتزر والكاتب في *نيويورك تـايمز*، في حديث تليفزيوني، على نفوذ الوكالات، قائلا:

"إن مبادئ السوق الحرة المنتشرة في كل أرجاء العالم، وفي كل الأسواق، تتوحد اليوم أكثر فأكثر. وفي أثناء حدوث هذا، هناك ضغط كبير يقع على عاتق كل بلد من بلدان العالم في مجال التنافس على جذب رأس المال. وتحت وطأة هذا الضغط، هناك كاسبون وخاسرون. وهناك من الناس من لديهم المعرفة والمهارات للتسلل لداخل تلك السوق، وهناك من الناس من لا يملكون المعرفة والمهارة، من تم تجاوزهم. وما وجدته في الواقع هو أن بعضا من الصراعات الأشد إثارة للاهتمام في عالم اليوم تدور بين الكاسبين والخاسرين داخل البلاد".

وفي هذا العالم، اكتسبت شركة موديز قوة هائلة، يقول فريدمان:

> "هناك في رأيي قوتان عظميان في عالم اليوم. هناك الولايات المتحدة وهناك شركة موديز لخدمات تصنيف السندات. فالولايات المتحدة يمكنها أن تدمرك عن طريق الرجم بالقنابل، ويمكن لشركة موديز أن تدمرك عن طريق خفض تصنيف سنداتك. وصدقوني: في بعض الأحيان لا يكون من الواضح أيهما أشد فتكًا".

وبعيدًا عن التنافس من أجل جذب رأس المال في العقد التالي لعام ١٩٩٦، كما تنبأ فريدمان، كان هناك تنافس على توفير رأس المال. كما أن

فريدمان أخطأ في فهم نفوذ الوكالات. فهي لم تدمر شركة في يوم من الأيام عن طريق خفض تصنيف سنداتها. فالسندات غالبًا ما تعجز عن السداد أولا، ولا يتم خفض تصنيفها إلا بعد ذلك فقط.

وكما استطاع جوجل **Google** أن يبين بعد عقد من الزمان، فإن قيمة معلومات المراقبة كانت هائلة بالنسبة للوكالات. وتنامت سلطة هذه الوكالات مع تزايد إصدارات ضمان السندات برهن. ومع تنامي النشاط التجاري تزايدت مكاسبها. وكانت هوامش أرباح تشغيل شركة موديز عالية دائمًا، وقد ارتفعت هذه الهوامش بدءًا من عام ٢٠٠٠ فصاعدًا إلى ما يزيد على ٥٠ بالمئة. وأعلنت إستاندرد آند بورز باعتبارها شركة تابعة لمجموعة ماكجرو- هيل **McGraw-Hill** أن هناك هوامش تشغيل تتراوح من ٤٠-٤٥ بالمئة. وفي ٢٠٠٥، ذكرت إستاندرد آند بورز أن هناك نتائج أفضل كثيرًا بفضل الأداء القوي لتصنيفات التمويل الهيكلي والتمويل المشترك- وهو ما يمثل على التوالي نحو ٤٠ بالمئة و١٧ بالمئة من النمو في الداخل.

وقد واصلت الوكالات الاستفادة من النظام القانوني الرسمي. وكان أحد أسباب قوة الإيرادات في الربع الأخير من عام ٢٠٠٥ نتيجة لاستخدام لجنة مراقبة عمليات البورصة نظام الضمان بالأصول **asset-backed** في أول يناير ٢٠٠٦. ولتفادي القواعد، كان يتم شراء العديد من الإصدارات مقدمًا، وهو ما كان يمد الوكالات بإضافة زهيدة لنهاية العام.

وظل ضمان السندات برهن- ونتاجه شديد الغرابة- المصدر الرئيسي لنمو الوكالات. وقد ذكرت شركة موديز عام ٢٠٠٣ أن: "التمويل الهيكلي

هو القسم الأكبر والأسرع من التصنيفات المتنامية لأنشطة موديز. وعلى الصعيد العالمي تنامى إصدار التمويل الهيكلي بمعدل سعر فائدة سنوية مركبة قدره ٢٤ بالمئة منذ عام ١٩٩٦... ونحن نتوقع أن يستمر النمو السريع في التمويل الهيكلي لعدة أعوام؛ وبعد ذلك بثلاثة أعوام، واصل التقرير السنوي لشركة موديز الفكرة الرئيسية فأشار إلى أنه:[٤] بحلول عام ٢٠٠٦، قُدِّرت رسوم التمويل الهيكلي بنحو ٤٤ بالمئة من إيراداتها.

ولذلك، فقد أصبحت الصفقات التجارية وسيولة الأسواق عمليتين متكاملتين لتحقيق قدرة وكالات تصنيف الائتمان على التربح المستمر. وكلما زادت السيولة كلما غاصت الوكالات أكثر فأكثر في أعماق العملية المالية. ولتيسير عدد الصفقات، تخلى ناشرو السندات والمستثمرون عن دورهم في تقييم الائتمان لتضطلع وكالات التصنيف بهذه المسئولية. وقد كان هذا مناسبًا لكل من المقترض والمنشئ والمستثمر. كما كان مناسبًا لوكالات تصنيف الائتمان، تلك الوكالات التي كان احتكارها قد أصبح قويًا من الناحية العملية. وهكذا استطاعت هذه الوكالات أن تفرض رسومًا وأن تزيد من قدرتها على التربح.

وكجزء من دورها في تقييم ضمان سندات الرهن، قامت الوكالات بتطوير نماذج معقدة لهيكلة منتجاتها وتحديد قيمها. وقد أفادت هذه الوكالات حينذاك في إنشاء منتجات أكثر تعقيدًا مثل الديون المقيدة بضمان عيني **collateralised debt obligations**. وتطلبت النماذج بيانات عن الكثير من الضمانات يعتبر كل منها فرصة للتفاؤل الشديد. وقد لوحظ أن ما يسمى

ديون المراجحة المقيدة بضمان عيني(*) arbitrage CDOs لا يمكنها أن تستخلص قيمة إلا إذا كان تحديد الأسعار بالسندات النقدية غير مجدية إلى حد بعيد، أو كانت الضمانات التي تستخدمها وكالات التصنيف قد 'حققت' قيمة إضافية extra value بطريقة ما- وبعبارة أخرى، من المحتمل أن قيمة مثل هذه المنتجات كانت وهمية.

ولزيادة الفعالية في عملية إنشاء المنتجات، كثيرًا ما أعطت وكالات التصنيف نماذجها لبنوك الاستثمار حتى يمكن للبنوك أن تنشأ منتجات تلائم الشكل المناسب للتصنيف بدون تدخل مباشر من جانب الوكالة. وهذا معناه أن الصناعة، التي قامت لتحصد على أكثر ما تستطيع حصاده من عمليات الضمانات المجحفة (بنوك الاستثمار)، كانت تتحكم أيضًا في تقييم البيانات اللازمة للحصول على أعلى التصنيفات. وقد تضافرت جهود أدوات التسييل في كل من وكالات التصنيف، وبنوك الاستثمار، والمشتقات الائتمانية، لإنتاج أكبر كمية من الأصول التي كان من الممكن استثمارها، تلك الأصول التي يسهل توفيرها في أثناء فيض السيولة التي كانت متوافرة في أعوام ٢٠٠٥-٢٠٠٧.

الكثير من الشرائح العالية التصنيف لم تغادر بنوك الاستثمار مطلقًا

كان الكثير من الديون المقيدة بضمان الأصول asset-backed CDOs قد تم بيعها لشركات التأمين أو للصناديق المتخصصة التي تمولها غالبًا بنوك الاستثمار. لكن الكثير من الشرائح العالية التصنيف لم تغادر بنوك

(*) المراجحة هي، كما سبق في الفصل السادس، شراء عملات (أو غيرها) في سوق وبيعها في سوق أخرى لاستخلاص هامش ربح. (المترجم)

الاستثمار مطلقًا. بل إن الأجزاء الحاصلة على تصنيف AAA من الديون المقيدة بضمان عيني وجدت مكانًا جاهزًا في الميزانيات العامة للبنوك نتيجة لأنها كانت مصنفة تصنيفًا عاليًا جدًا، وبالتالي فقد جذبت هذه الميزانيات قدرًا قليلًا من الرأسمال. ومن خلال ابتكار وسائل مالية تغل أكثر مما تغله وسائل أخرى يمكن مقارنتها بها، كان من الممكن تطبيق قوانين الكفاية الرأسمالية، كما كان يمكن تحقيق مكسب جيد لكل من البنك ووكالة التصنيف.

لقد تمثل جزء كبير من نجاح الوكالات في تمسكها الثابت بالولايات المتحدة أولا، ثم في تمسكها بالنظام القانوني السائد دوليًا حين أصبحت مواردها المالية الخاصة بتمويل الصفقات التجارية قادرة على توفير الاعتمادات الائتمانية التقليدية. وقد زاد الناشرون استخدامهم للتصنيفات من الوكالات لتحسين قدرتها على اجتذاب الصناديق، تلك الصناديق التي غالبًا ما تعرّف إستراتيجية الاستثمار بفئة التصنيف. وعلى سبيل المثال، فإن احتياطيات صناديق السندات غالبًا ما تشتمل على مؤشرات لتحويل تصنيفاتها لمادة تسويقية خاصة بصناديقها في محاولة لإقناع المستثمرين بأن إستراتيجيتهم آمنة.

وكانت الضربة الكبرى لوكالات التصنيف هي تشبثها بالقوانين الرأسمالية للبنك الدولي المعروف باسم اتفاق بازل الثاني (Basel II). فاتفاق بازل الأول (الموقع عليه عام ١٩٨٨) لم تفرض تصنيفات. وقد كان تقييم جودة أصول البنوك يتم على قاعدة مجموعة محدودة من أوزان الخطر، الأمر الذي تطلب من البنك الدولي احتجاز حد أدنى من المال لمواجهته. لكن تنامي ضمان السندات برهن وتزايد التدفقات الرأسمالية قاد إلى بازل II

الأكثر تطورًا والذي تم توقيعه عام ٢٠٠٢. وشمل بازل **II** أيضًا شرط تظهير تصنيفات الوكالة كمقياس لجودة الأصول.

ونظرًا لارتباط الوكالات الشديد بتصنيف السندات المضمونة برهن، فإن تشبثها بأن تكون حكمًا على الكفاية الرأسمالية كان أمرًا مثيرًا للدهشة، بل وقد ولّد هذا التشبث أنواعًا من القلق بشأن النزاهة. فقد أبدى البعض قلقهم من أن الوكالات يزداد نفوذها بصورة بالغة. وأوصى ديفيد كليمنتي **David Clementi** مسئول بنك أوف إنجلند بضرورة أن تقوم البنوك بعمل تصنيفاتها بدلا من الاعتماد على وكالات من خارجها. وعلى ضوء قيام البنوك التي تستخدم نماذج الوكالات بإدخال 'تحسينات' على تصنيفات الديون المقيدة بضمان عيني، كان من الصعب توقع أن تقرر البنوك بمحض إرادتها أنها أكثر صلابة في تقدير تصنيفها من الوكالات، لكن المثال لا يوضح المدى الذي وصل إليه قلق بعض المسئولين القانونيين. ومن البداهة أن المسئولين القانونيين كانوا يراجعون النماذج ويدققونها، لكن مؤشرات الأصول (مثل الديون المقيدة بضمان عيني) كانت مرنة بالقدر الذي يجعلها قادرة على احتواء الكثير من الأصول البغيضة **unsavoury assets** دون فقدان تصنيف **AAA**. وقد زادت الوكالات من سيطرتها من خلال التشبث الصريح بإدخال التصنيفات داخل إطار الكفاية المالية لبازل **II**.

وقد اهتمت لجنة الشئون المصرفية بمجلس الشيوخ الأمريكي أيضًا بقضية الوكالات المانحة لتصنيفات أفضل من أجل جذب الأنشطة التجارية من سوق المال (وول إستريت). وعلى ذلك، فقد تم توجيه الدعوة إلى رئيس لجنة مراقبة البورصة كريستوفر كوكس **Christopher Cox** للمثول أمام

لجنة الشئون المصرفية بمجلس الشيوخ ليدلي بشهادته في شأن هذه القضية.[٥] وباعتباره مراقب الوكالات، فقد وجد نفسه عرضة للهجوم عليه بسبب التقصير في فرض القيود على هذه الوكالات. فدافع عن الشركات موضحًا أن تصنيفاتها المفرطة في التفاؤل نشأت لا بسبب الأسلوب المختل أو النفوذ الذي لا لزوم له من جانب بنوك الاستثمار، بل نتيجة التزايد غير المتوقع في القروض غير المسددة بسبب الخداع والمعايير الهزيلة للإقراض.

وكانت نفس هذه اللجنة قد استمعت إلى ما قالته كاثلين كوربيه رئيس شركة إستاندرد آند بورز قبل عامين من ذلك حيث قالت: 'إن التصنيفات الائتمانية توفر معايير ذات مصداقية لناشري السندات والمستثمرين في أنحاء العالم، الأمر الذي يؤدي إلى تيسير تجميع الأموال ونمو أسواق جديدة'. وخلال هذين العامين، ارتفعت قيمة سهم شركة موديز من ٤٣,١٢ دولار إلى ما يصل إلى ٧٣,٧ دولار في فبراير ٢٠٠٧. ولكن عالمًا مختلفًا بدأ في الظهور في سبتمبر ٢٠٠٧. وبدأت لجنة مراقبة عمليات البورصة، وكذلك النائب العام لولاية نيويورك والنائب العام لولاية أوهايو، في فحص طريقة إستاندرد آند بورز وموديز وفيتش في تقدير قيمة الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري.

وفي ٢٩ أغسطس ٢٠٠٧، تلقت شركة إستاندرد آند بورز إخطارًا من النائب العام لولاية نيويورك يطلب فيه معلومات ومستندات تخص تصنيفات الشركة للأوراق المالية المضمونة بصكوك العقارات السكنية. وفي سبتمبر ٢٠٠٧، بدأت لجنة مراقبة عمليات البورصة في فحص سياسات وكالات

التصنيف والإجراءات المرتبطة بتضارب أسعار الفائدة الخاصة بتصنيفات السندات المضمونة برهن والمرتبطة بالديون المقيدة بضمان عيني. وأشارت دعاوى قضائية أخرى إلى أن الوكالات لم تبالغ فقط في تقدير قيمة سندات الرهن والديون المقيدة برهن عيني، بل ذكرت أن هذه الوكالات قامت في نفس الوقت بخفض قيمة السندات الأخرى بصورة متعمدة. وأقام النائب العام لولاية كونيتيكت دعوى ضد كل من شركتي موديز وإستاندرد آند پورز مشيرًا إلى أنهما أعطتا للولايات والمجالس البلدية والهيئات العامة الأخرى تصنيفات منخفضة بصورة اصطناعية مقارنة بالبدائل الأفضل سعرًا. وتلقت موديز(*) مذكرة إحضار مماثلة وواجهت تحقيقات.

جاءت بدايات سلطة الوكالات مع تصاعد سوق الإسكان في أواخر عام ٢٠٠٦. فقد ظهر دورها في 'تيسير ظهور أسواق جديدة' مع سيولة السوق. ولكونها ضرورية لضمان السندات، تضخمت الوكالات مع تضخم الصناعة، وربما أصابها انهيارها بالضربة القاضية. وقد ساعد نفوذ هذه الوكالات على ضمان أن تشتمل الضوابط الرأسمالية للبنك الدولي الواردة في اتفاق بازل II على دورها بصورة واضحة عام ٢٠٠٤. ووفقًا لمفهومين للنقود، فإن وكالات التصنيف عززت التمويل التجاري **transactional finance** في مواجهة التمويل الائتماني **credit finance**، وذلك برغم هدفها المعروف والخاص بتقييم القدرة المالية على الإقراض. وفي الواقع، فقد بدا أن دور هذه الوكالات هو إزالة الاعتبارات الائتمانية عن المعاملات

(*) ربما كان المقصود شركة فيتش. (المترجم)

التجارية من أجل التيسير لمعاملات تجارية ورسوم إضافية. وقد كان هذا، بطبيعة الحال، ضمن اهتماماتها وقد ازدهرت بسببه.

ومع كل أزمة مالية، يتصاعد النقد الموجه لوكالات التصنيف؛ الأزمة في آسيا، وأزمة تجارة الإنترنت، وإنرون **Enron**، ثم الأزمة التي حدثت من جديد في العامين الماضيين. وحين تبخرت سيولة السوق المالية في سبتمبر ٢٠٠٧، لم يكن مدهشًا أن تعود الأسئلة الخاصة بسلوك وكالات التصنيف إلى الظهور. لكن المشاكل في هذه المرة كانت أشد عمقًا. فقد اضطرت موديز وإستاندرد آند پورز خلال شهور إلى التسليم بأن نماذجهما الخاصة بالديون المقيدة برهن عيني في حاجة إلى 'إعادة فحص'. وأعقب ذلك خفض تصنيف كميات من الإصدارات عدة مرات. وقدّر البعض أن السندات انخفضت بما لا يقل عن ١٦ نقطة في كل مرة من مرات خفض التصنيف. وبطبيعة الحال، كان ذلك يعني، بعد أن انخفضت أسعار السندات فعلا، أن التصنيف لم يعد ذا قيمة تذكر عند المستثمرين. وأنا أعرف مستثمرًا كانت لديه ورقة ضمان بأصول، وقد تم خفض تصنيف هذه الورقة لدرجة **CA** قليلة القيمة(**junk**) من جانب شركة موديز ولكنها ظلت محتفظة بتصنيف **AAA** من شركة إستاندرد آند پورز. وقد كانت شركة أيسلند **Iceland** مصنفة بدرجتي **AAA** و**A**. لكن هذه تصنيفات عديمة الفائدة. فالمستثمرون في حاجة إلى طريقة للاستفادة من مواردهم، كما أن البيانات التي يعلنها ناشر السند على الملأ في حاجة إلى إقرار لمعرفة كيف يتم تصنيف السند بدون الاعتماد على وكالات التصنيف.

اتفاق بازل I وبازل II: تحديث النظام القانوني

المشكلة الأخرى التي رجع صداها إلى البنوك هي النظام القانوني المالي القائم على الحد من احتمالات حدوث الأزمة وعلى تعزيز الثقة على المستوى الدولي. وقد أدت مشاكل الإقراض العالمي في سبيعنيات وثمانينيات القرن الماضي إلى مستوى جديد من النظام القانوني في ١٩٨٨ مع صدور اتفاق بازل الأول الذي استهدف توحيد معايير استخدام رأس مال المخاطرة عن طريق البلدان المتطورة اقتصاديًا. وتم إحلال اتفاق بازل الثاني الأكثر تعقيدًا فيما بعد محل اتفاق بازل الأول، واللذين تم وصفهما[٦] على أنهما 'الاتفاقان الأكثر تأثيرًا- وأسيء فهمهما برغم ذلك- في التمويل الدولي الحديث'. وقد حدد اتفاقا بازل بنية التمويل الدولي. وقد نظرت إليهما المنظومة المصرفية منذ البداية باعتبارهما عقبة لابد من تجاوزها أو تطويقها. حدث هذا جزئيًا بسبب الأساس الغامض للاتفاقين اللذين وضعا معايير أساسية لتقدير رأس المال داخل بنوك الدول المتطورة اقتصاديًا التي تقوم بالعمليات الدولية. وسرعان ما تم التعامل مع الاتفاقين على اعتبار أنهما يلبيان أقل الاحتياجات ليس فقط لبنوك الدول المتطورة اقتصاديًا ولكن لكل البنوك بغض النظر عن مركزها الدولي. وعن طريق التعريف الواضح لما لم يكن مسموحًا به ولما كان قائمًا من قبل، أصبحت معايير عدد من المؤسسات المحدودة نسبيًا ضمانة لموافقة أيّ بنك قادر على إقرار المعايير، أو على تفاديها بثقة.

وقد أثر التمويل التجاري نفسه على الضوابط القانونية التي سارعت إلى الدفاع عن المنظومة. ومع مرور الوقت، طرح المسئولون القانونيون أنفسهم السبل التي يمكن من خلالها تطويق قواعدهم عن طريق الدفاع عما كان مقبولا. وقد كانت الضوابط القانونية قائمة على تشجيع الصفقات التجارية والسيولة في الوسائل المالية. وبالتالي، فقد أولوا أهمية بالغة لدور وكالات التصنيف والتقييم التاريخي لأداء الأوراق المالية.

وكان لنهاية رواج البترودولار وانهيار الدين الحكومي في أمريكا اللاتينية في بداية ثمانينيات القرن الماضي تأثير كارثي على الرأسمال المصرفي الغربي. وكان هذا، وواقع أن السلطات القانونية المختلفة طرحت ضوابط قانونية مختلفة، وأحيانًا متناقضة، حافزًا لظهور القواعد الدولية الأولى من جانب بنك التسويات الدولي عام ١٩٨٨. وكان اتفاق بازل الأول قد حدد فقط الحد الأدنى من رأس المال الذي يمكن أن تحتجزه البنوك الدولية (العابرة للحدود القومية) التي تعمل في بلدان مجموعة العشرة. ومن خلال توزيع مختلف نقاط الخطر على مختلف أنواع الأصول، والبنوك التي ترى احتجاز ٨ بالمئة من رأس المال كحد أدنى في مقابل الأصول التي سُوِّيت مخاطرها **risk-adjusted assets**، فقد كان اتفاق بازل الأول شكلا بسيطًا وتجريبيًا وشفافًا إلى حدٍّ ما من أشكال معايرة رأس مال البنوك في كل بلاد العالم المتطور اقتصاديًا. كما أنه ركز على الأوراق المالية المدرجة في الميزانية العامة للبنك وليس على القروض التقليدية.

وسرعان ما تم تطبيق كل القيود الواردة في اتفاق بازل الأول تقريبًا على كل البنوك في العالم المتطور اقتصاديًا، وكذلك على بنوك الاقتصادات البازغة- وهي ما كانت لجنة بازل قد استبعدتها بصورة خاصة. لكن القواعد السهلة الفهم لبازل الأول، كأن تكون التصنيفات من الوكالات، شجع على تطبيق هذه القواعد في بلاد كثيرة. وحظيت هذه القواعد بقبول المستثمرين والمسئولين القانونيين، وذلك برغم أن اليابان أجلت تنفيذ بازل لمدة خمسة أعوام بسبب الوضع السيئ لمنظومتها المصرفية.

وأصبحت البنوك خبيرة في تفادي قواعد بازل. وقد كان أحد الدوافع للمزيد من ضمان السندات برهن هو أن بازل الأول لم يشترط ضمان السندات برهن بالنسبة للقروض. ولذلك استطاعت البنوك أن تحقق الضمان من القروض، وتحتجز القسم المحفوف بالمخاطر من القرض وتبيع الأقل عرضة للخطر، لكن قيمة رأس المال لم تتغير. وطوال الوقت، زاد تركيز المخاطر داخل البنوك.

وكان السبيل الآخر للاحتيال على القواعد هو مقايضة الدين العالي الخطورة الطويل الأجل بسلسلة من الأوراق القصيرة الأجل الصادرة من ذات الناشر- وبذلك يتم تفادي العبء العالي لرأس المال الذي يصاحب الأصول الطويلة الأجل. وقد أتاحت مقايضات سعر الفائدة للبنوك أن تبتكر وسيلة مماثلة لشكل السند الطويل الأجل، ولكنها مع ذلك أضافت عبئًا رأسماليًا أقل. لقد جعل التحديث المالي من الاحتيال أمرًا سهلا وواقعيًا وبسيطًا.

بالإضافة لذلك، استحث اتفاق بازل الأول بنوك العالم المتطور اقتصاديًا لاستثمار المزيد من النقود 'المكتسبة بطريقة غير مشروعة' hot money في الأسواق البازغة، وذلك عن طريق ترتيب الدين القصير الأجل باعتباره أقل عرضة للخطر من الدين الطويل الأجل. وعلى هذا النحو، كانت تفاهمات بازل عناصر (قليلة الأثر) في الأزمة الآسيوية لعامي ١٩٩٧-٩٨.

على هذا النحو، كانت تفاهمات بازل عناصر

(قليلة الأثر) في الأزمة الآسيوية لعامي ١٩٩٧- ٩٨

وبدءًا من أواخر التسعينيات، سلم الجميع بأن ممارسة العمل المصرفي على المستوى الدولي قد تغيرت كثيرًا جدًا منذ أن طرح بازل الأول أن العمل المصرفي في حاجة إلى ضوابط قانونية جديدة. وقد كان الغرض من الهدف المعلن على الملأ هو تنظيم عمل البنوك الدولية داخل أطر شفافة ومقبولة. لكن النتيجة النهائية كانت مجموعة من القواعد غايتها مساعدة البنوك في إنشاء الأوراق المالية- مجموعة من القواعد لتوفير وسائل فعالة للائتمان التجاري.

وقد كانت هذه القواعد توحي بأنها أتاحت مرونة أكبر لمفهوم 'مقاس واحد لكل الأحجام' الذي طرحه بازل الأول. كان التشديد كبيرًا جدًا على حساسية المخاطرة في رأسمال البنوك وعلى تطبيق أساليب إدارة المخاطر، مع التشديد على المراقبة وانضباط الأسواق. وفي ٢٠٠٤، تم طرح المجموعة الثانية من تفاهمات بازل (بازل II).

تضمنت القواعد حق البنوك في استخدام نماذجها في التقييم الـداخلي للمخاطر، تلك النماذج المعتمدة كلها تقريبًا على تقدير الأصول علـى أسـاس 'القيمة عند الخطر' (value-at-risk). لقد أصبحت 'القيمة عند الخطر' المعيـار القياسي للمخاطرة. وتم استخدام التحليل الإحصائي والتحليل التـاريخي علـى أساس تاريخ سعر الأصول لمعرفة تأثير تذبذب الأسعار على محفظة الأوراق المالية. كانت الأساليب الفنية تحاول الإجابة عن سؤال 'ما أسوأ خسارة متوقعة أثناء فترة زمنية بعينها بمستوى ثقة محددة؟' وكانت أبسط الطرق هي إيجـاد الانحراف المعيار اليومي لأيّ بند من بنود الأصـول خـلال فتـرة وجـوده وحساب التذبذب الذي من المتوقع أن يظل الأصل فيه داخل محفظـة الأوراق المالية. والواقع أن كل الأساليب- بما في ذلك الأساليب المتطورة- تـرى أن الأسواق تفضل أن تمر مدد طويلة يكون فيها التذبذب منخفضًا وأن يكون كل تذبذب في شكل طفرة عارضة. وكثيرًا ما لا يكون هنـاك البيانـات الكافيـة لتحديد النتيجة المتوقعة. إن 'القيمة عند الخطر' هي التخمين الجيد الأول، لكنها مقيدة بما تستخدمه من التاريخ كسبب لتلك النتيجة. فـ 'القيمة عند الخطـر' لا تقول لك بالضرورة أيّ شيء عن السبب الذي أحدث 'الواقعة المؤسفة'، بـل غالبًا ما يُحتج بأن المخاطرة ليست تراكمية، وأن قيمة أصل من الأصول يمكن أن يتراجع ويسلك أصل آخر سلوكًا أقل سوءًا. لكن الواقع أن مختلف الأصول غالبًا ما تسلك في وقت الأزمة نفس المسلك حتى وإن كانت تتم عن ارتبـاط ضعيف في الأوقات العادية.

وقد وضع بازل **II** ثقته في 'القيمة عند الخطر' التي رأى الكثيرون من أصحاب المهنة أنها مفرطة في التبسيط، بل خطرة، وذلك قبل أزمـة ٢٠٠٧

بكثير. لكن امتداد فترة التذبذب المنخفض كان لابد أن يؤدي إلى تقليل الخسائر المتوقعة.

الانتقادات كانت موجهة أيضًا إلى أسلوب النماذج في معالجة الخطر كما لو أنه عملية عارضة. فالخطر، في الواقع، كامن في البيئة التي تعمل فيها البنوك، ويمكن للبنوك ذاتها أن تكون سببًا في تزايد أو تناقص الخطر. وهذه العملية تبدو من خارجها عشوائية، لكنها في الواقع مرتبطة بفاعليات الأطراف المشاركة. ولذلك فإن نتائج النماذج تتجه دائمًا في اتجاه معاكس لأسوأ النتائج.

وأدخل بازل II مفهومًا معياريًا على المخاطر الائتمانية- المخاطر المتعلقة بأي مقترض- على أساس تصنيف وكالة التصنيفات الائتمانية للمقترض. وكثيرًا ما كانت التصنيفات التي تقدمها الوكالات موضوعًا للمساءلة من جانب السوق التي كثيرًا ما كانت تحدد سعر سندات ناشر أعلى من سندات ذات تصنيفات مماثلة. فالوكالات كثيرًا ما لم تكن، كما شهدنا، فوق مستوى الشبهات.

مشكلة الضوابط القانونية

تعتبر الضوابط القانونية، مثل بازل الأول وبازل الثاني، أسباب راحة للمسئولين القانونيين، أولئك الذين يقضون وقتًا طويلا وهم يخططون الضوابط إشباعًا لرغبتهم في الأمان. غير أن قواعد بازل الثاني تضمنت مستوى عاليًا من الانضباط القانوني الذاتي الذي أراح المسئولين المحليين من التقييم المجهد- وربما المثير للجدل.

كما أن القواعد كانت أيضًا من دوافع راحة البال من جانبين آخرين على الأقل. أولهما أن البنوك إن أقرت الضوابط القانونية نفسها فإنها تعمل على توحيد القياس لمخاطرها وفقًا للضوابط القانونية، مفضلةً الحصول على أصول مشابهة للمنافسة بصورة مجدية. والأزمة يمكن أن تكون منطلقة حينذاك لتطبيق قواعد 'القيمة عند الخطر' على المحافظ المالية المشابهة داخل عدد من البنوك- تمامًا كما يحدث عندما تؤثر انهيارات سندات الرهن العقاري على الأصول الأخرى. فإذا تجاوبت البنوك كلها بالطريقة نفسها، فإن الأصول التي لم تتضرر من قبل قد تنهار عندما تسعى البنوك إلى ضرب بعضها بعضا في عمليات البيع.

هذه المشكلة قد تنال أيضًا قسمًا آخر من بازل الثاني، وهو القسم الخاص بمطالبة البنوك لأن تكون شفافة فيما يتعلق بالأصول التي تملكها. لكن شفافية مجموعة من البنوك لا تكون مفيدة إن كانت جملة ممتلكات كل البنوك قادرة على إحداث المشاكل. كما أن معرفة أن أصول هذه البنوك مشابهة لأصول بنوك أخرى قد لا تؤدي إلى أيّ تغيير في السلوك حتى ولو أثرت المخاطر المتأصلة لهذه البنوك بصورة جماعية على أصول البنوك الأخرى. وعلى أية حال، فإن الشفافية لا تكشف بالضرورة المشاكل المتوقعة.

والواقع أن هذه مشكلة تحدث على الدوام عندما يكون النظام قائمًا على أساس تجريبي؛ والواقع أن بازل الأول وبازل الثاني كليهما يشكلان مجموعة من المعايير التي يبدو أنها توجه البنية الكلية للمنظومات المصرفية في زمن

بعينه. ويصل عدد صفحات إطار بازل الثاني إلى ٢٥١ صفحة يتناول كثير منها جوانب فنية والكثير منها يتعلق بوجهات النظر، ومع ذلك فهي خالية من أيّ فلسفة يمكن أن تهيمن على تهيئة الظروف بدون تنقيح التفاهمات بالكامل. وعلى سبيل المثال، لم يعد هناك مجال لإفلاس أو غلق إجباري لوكالة تصنيف رئيسية مع أن وكالات التصنيف موجودة في بازل الثاني. والكثير من وسائل مشتقات الائتمان التي كان بازل الثاني قد صممها لعمليات التوفيق قد لا يتم التعامل بها مطلقًا بعد كارثة التخفيضات في أصول الرهن العقاري. لكن توفيق أوضاع البنوك الوطنية- أو البنوك شبه المؤممة- لم يكن مطروحًا في بازل الثاني، ولذلك فإن موقف العديد من البنوك الدولية الكبيرة أصبح يتم تحديده بصورة غامضة.

إن وجود ضوابط قانونية يعطي إحساسًا زائفًا بالأمان. كما أن القواعد التجريبية التي تنطبق على حالات بعينها، غالبًا ما تكون عتيقة، كما يمكن إبطالها قبل تطبيقها. ويمكن بكل تأكيد الالتفاف على الضوابط القانونية. فمن منتصف تسعينيات القرن الماضي، ظهرت صناعة بكاملها هدفها تحريك الأصول خارج إطار الميزانيات العامة للبنوك، مع السماح للبنوك بالاحتفاظ بالفائدة الاقتصادية لتلك الأصول. وقد أدت الفوائد التي اجتنتها البنوك إلى تزايد عائدات الأصول غير المدرجة في الميزانية العامة، أو على الأصح، الاستثمارات التي لم يكن ممكنًا الإعلان عنها للمسئولين القانونيين. وقد كان بنك سيتي بنك المحرك الرئيسي في بناء مؤسسة لأوعية الاستثمار المنظم. وما إن يبدأ أحد البنوك في هذه العملية، حتى تحذو البنوك الأخرى حذوه

بدافع التنافس. ومن المناسب أن نقول أن الدافع الأهم للتحديث المالي في العقد الماضي كان الرغبة في الالتفاف على النظام القانوني للكفاية الرأسمالية المتمثلة في تفاهمات بازل.

ولا عجب في أن العديد من بنود اتفاق بازل الثاني- إن لم يكن معظم هذه البنود- كانت بمثابة تنازلات كرست لسيطرة الأنشطة التجارية الأمريكية، وأعطت لأوراقها المالية ميزة على قروض البنوك. والواقع أن استخدام تصنيفات الوكالات يحمي معظم شركات الولايات المتحدة، ولكن هذه التصنيفات مستخدمة بقلة في أيّ مكان آخر. كما أن الضوابط القانونية نفسها والتي يتضمنها النموذج المصرفي أصبحت مختصة بالتمويل الهيكلي وضمان السندات برهن عيني، وهي الصناعة التي نشأت في الولايات المتحدة ولكنها كانت قد غطت كل أنحاء العالم بحلول عام ٢٠٠٤، وذلك بفضل القواعد الجديدة.

أساس المزايا الممنوحة هو الاعتقاد بأن التوسع يمكن أن يكون مطلقًا؛ وأن المشاكل يمكن احتواؤها داخل كل بنك على حدة. لكن قضايا المنظومة ككل لم يُلتفت إليها. وقد كان لإحدى تبعات إقحام قواعد بازل داخل البنوك الدولية تأثير عكسي أثناء أزمة المنظومة كلها عام ٢٠٠٧ وما بعدها. إن الضوابط القانونية الرأسمالية لحظية؛ فهي تقيس رأسمال البنك مقابل الأسعار الجارية- تلك الأسعار التي تمثل في ذاتها دافعًا إلى التحول للتمويل التجاري. فإن هبطت تلك الأسعار كلها، أصبح الكثير من البنوك متضررًا حينذاك. وفي فترات الرخاء فإن البنوك تحتفظ بأموال قليلة، أما في أثناء

الأزمة فإنها تصبح في حاجة إلى الاحتفاظ بأموال كبيرة بقدر الإمكان. وعن طريق منع حدوث تقلبات في البيئة الاقتصادية، فإن النظام القانوني يجعل الأزمات متوقعة فعليًا وأشد عنفًا. هذا هو المعادل القانوني لـ 'الفائض النقدي' **cash surplus** الذي تضخه أسواق السيولة المزودة بهوامش، مثل المستحقات الآجلة، داخل وسائل السداد العاجل. وقد يعزز هذا المعادل موقف الأرباح، ولكنه يضعف موقف الخسائر بشدة.

لقد أبان اتفاقا بازل، الأول والثاني، المنظومة المصرفية التي سعيا إلى تنظيمها. فكان الاتفاق الأول ضروريًا لدفع المسئولين القانونيين المحليين إلى الإذعان للتوسع الدولي في حقبة التسعينيات. أما بازل الثاني فقد تم التخطيط له بمناسبة التوسع في التجارة الائتمانية والمشتقات الائتمانية، كما أنه سعى بشدة إلى مباركة الطريقة التي تنتهجها البنوك. وقد هيأ المسئولون القانونيون أطرها على أساس البيئة المصرفية التي وجدوها وليس وفق أيّ طريقة أخرى قائمة في أي مكان آخر.

الهوامش

(1) Patrick Van Roy,'Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II,' ECB working paper 517, August 2005.

(2) Amadou N. R. SY, 'The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets,' IMF working paper WP/09/129, June 2009.

(3) Credit rating agencies. Who rates the raters? The Economist, 26 March 2005.

(4) Moody`s annual report 2003.

(5) 'The role and impact of credit rating agencies on the subprime credit markets. 'US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 26 September 2007.

(6) Bryan J. Balin, 'Basel I, Basel II, and emerging markets: a nontechnical analysis. 'May 2008. Johns Hopkins University School of Advanced International Studies.

الفصل التاسع

سيـاســة الإسكـان

كما أن قشور الفطائر تُصنع لتهشيمها
كذلك تُبرَم العهود لنقضها.

چوناثان إسويفت
Jonathan Swift

اجتذب بناء المساكن استثمارًا محمومًا في النظم الاقتصادية الغربية منذ منتصف تسعينيات القرن العشرين، ولكن لماذا؟ ما الذي دفع الأمريكيين والبريطانيين والأيرلنديين والإسبان وغيرهم إلى زيادة مديونيتهم لمستويات خطيرة لمجرد أن يكون لديهم بيت يمتلكونه؟ وقد امتدت حُمّى بناء المساكن عبر وسائل الإعلام حتى وصلت إلى البرامج التليفزيونية التي تشمل مزايا الشراء للمستهلكين، بل وحاول مجموعة من طلاب مقررات التعليم العالي أن يفعلوا نفس الشيء. وفي يناير ٢٠٠٦ كان هناك ٤٧ برنامجًا تليفزيونيًّا مخصصًا للتمليك، بالإضافة إلى برامج أخرى عددها ٣١ برنامجًا عن إقامة البساتين

شملت في أحيان كثيرة شكلا من الترويج لامتلاك مسكن. فأين نشأ هذا الإجماع على الترويج للمساكن؟ وكيف أثرت سياسة المساكن على السوق، خصوصًا في أمريكا، السوق الأكثر أهمية؟ هذا ما سوف نتعرض له في هذا الفصل.

أصل لا إنتاجي

بناء المساكن ضروري لكل إنسان. إنه أهم استثمار يقيمه معظم الناس، الأمر الذي قد يتطلب دينًا ضخمًا. فالبيت جوهري لكل إنسان، سواء أكنت مستأجرًا أم مالكا له، وهو الأساس في دعم الكثير من الأنشطة وتطويرها مثل أنشطة البناء وسماسرة الأراضي ومُلاك الأراضي ومستودعات "ابن بيتك بنفسك" DIY stores. كما أن بناء المسكن من أجل الإقامة هو الشكل الرئيسي لاستغلال الأرض في المدينة. ومن الناحية السياسية، غالبًا ما كانت التغيرات في الرأسمال الإسكاني مصحوبة بتغير اجتماعي لأبعد مدى في المجتمع. وفي كل الأوقات كان يتم استخدام الإسكان في التعبير عن الثراء. وسواء أحببنا أو لم نحب، فإن الإسكان قضية سياسية.

ظهرت الوظيفة الأساسية لبناء المسكن باعتباره مأوى؛ لكنه برغم أنه شيء جوهري، يُعتبر تقريبًا لا إنتاجيًّا بالمرة. فإذا وفى المنزل بدوره كمأوى، فإنه يحقق الغرض الرئيسي منه؛ فهو لا يزيد المالك أو المجتمع ثراءً، ولكنه قد يصلح لأن يكون مستودعًا للثروة. إن تحقيق الثروة يعتمد على العمليات التي تضيف قيمة لأيّ عمل. أما المنازل فهي مستودعات آمنة، ولكنها، -بصفة عامة- لا تضيف قيمة. وعلى هذا، فحين تتزايد أسعار

المنازل أسرع من تضخم بقية المفردات الاقتصادية، فإن ذلك عادةً ما يحدث، لا لأن الإسكان أصبح إنتاجيًا؛ ولكن لأن هناك ثقة كبيرة لدى المشترين بأن ثروتهم زادت بما يكفي لدفع المزيد. وبطبيعة الحال، فإن هذا يجعل البائعين يشعرون بثراء أكثر أيضًا، لأن شخصًا ما مستعد لأن يدفع أكثر.

إن اجتماع الثروة مع انعدام القيمة المضافة في السكن قد يكون هو السبب في الدور بالغ الزيادة الذي يبدو أن الملكية العقارية تلعبه في العديد من الأزمات المالية: أمريكا في عشرينيات القرن العشرين؛ اليابان في الثمانينيات؛ تايلند في التسعينيات؛ أمريكا وأوروبا في العقد الأول من الألفية الثالثة.

لقد تنامت الطفرة الاقتصادية الأخيرة- وكذلك الانهيار الاقتصادي- مع حدوث توتر بين الثروة والقيمة المضافة، لكنه كان مصحوبًا بوجهة نظر تتسم بصبغة أيديولوجية غير عادية: الإسكان وتملك المساكن، والحرية والنجاح المعبَّر عنهما برموز، ورفض تدخل الدولة. وأصبحت أسواق السكن وتمويل الإسكان قبل سقوط حائط برلين وبعده نشاطًا سياسيًا بصورة لم يكن يعرفها الجيل السابق. ولا غرابة في أن الكثير من البلاد التي شهدت طفرات متواصلة في الإسكان هي تلك البلاد التي كانت في طليعة البلاد المناهضة للاشتراكية؛ أمريكا والمملكة المتحدة في ثمانينيات القرن العشرين، مع حليفاتهما في منطقة النفوذ الإنجليزي جنبًا إلى جنب، مثل أستراليا ونيوزيلندا، وحليفاتهما الأوروبية في الغرب التي لها ذات الميول مثل إسبانيا، ويضاف إليها بلدان الكتلة الشرقية الشيوعية سابقًا.

نموذج إسكاني فريد نتائجه معروفة

اتبعت أمريكا نموذجًا فريدًا لتمويل الإسكان عن طريق الإقراض برهن الذي تنظمه الوكالات الفيدرالية، والمؤسسة الفيدرالية للإسكان بقروض رهن (FHLMC أو فريدي ماك) والجمعية الفيدرالية القومية للرهون (FNMA أو فاني ماي) التي تعمل كأجهزة سياسية شبه رسمية- على الأقل منذ فترة رئاسة كلينتون. وحين تغيرت السياسة مع وصول إدارة بوش، أدت هذه السياسة إلى تقويض عمل تلك الأجهزة وإيجاد حل عن طريق 'السوق الحرة'، وكانت النتيجة هي تدني مستوى الإقراض بضمان رهن. وعلى ذلك فقد جاء أسوأ التجاوزات بعد أن وضعت النخبة السياسية قيودًا على الوكالات الحكومية ودعمت القطاع الخاص.

وباختصار، كان إقراض الرهن العقاري يتم منحه لأولئك الذين لم يكن في مقدورهم الحصول على قرض. وكما سنرى، فإن هذا الإقراض كان غالبًا ما يكون مدفوعًا بالضغط السياسي، وكان يمكن الحصول عليه مقابل مصاريف عالية.

لم تُعبِّر الحكومات عن امتنانها للدعم الذي قدمه السياسيون المحليون

ومع أن فورة إقراض الرهن العقاري كانت بوجه خاص استجابة لمطلب سياسي أمريكي، فإن نتائج مشابهة ظهرت في مكان آخر. فحينما تفجرت الأزمة المالية أول الأمر في أغسطس ٢٠٠٧، أكدت الحكومات في

كل من إسبانيا وألمانيا وبريطانيا جميعًا أنه لم يكن هناك إقراض رهن عقاري في بلادها. لقد كان الأمر يتطلب ألا تكون بنوك هذه البلاد عرضة للمشاكل الأمريكية. لكنها فشلت في أن تدرك، في البداية على الأقل، مدى رخاوة معايير الإقراض التي أضرت بمنظوماتها المالية. كما أن هذه الحكومات لم تعبر عن امتنانها للتشجيع الذي أبداه السياسيون المحليون. واستفاد السياسيون أيضًا في كل من إسبانيا وبريطانيا وأيرلندا من رواج الإسكان.

سياسة تمليك المسكن

دعم الحكومات لرواج الإسكان- ولقروض الرهن العقاري- كان في كل الحالات سياسيًا. وغالبًا ما كان يتم التوسع في منح مزايا تمليك مسكن لأولئك الذين تم إقصاؤهم قبلا من بين أعضاء المجتمع؛ لكن ذلك كان مرتبطًا أيضًا بالموارد القوية والإيرادات الخاضعة للضريبة وما يسمى بـ 'حوافز' المقاولين وأصواتهم.

ولقد رأينا أن الإسكان قضية من أهم القضايا السياسية في كل الأوقات، لكنه اتخذ قيمة فلسفية إضافية بانتخاب مارجريت تاتشر في المملكة المتحدة عام ١٩٧٩. وبدءًا من عام ١٩٨٠، وضعت الحكومة البريطانية سياستها التي عُرفت باسم 'الحق في الشراء'، التي أعطت للسكان المطمئنين لإسكان السلطات المحلية الحق في شراء التجهيزات السكنية المؤجرة لهم. كان الهدف من ذلك هو تشجيع الأفراد على تحمل المسئولية الشخصية عن

مساكنهم، وتحريك دوافعهم للمساهمة في تطوير بيئتهم. وتعود كلمة مارجريت تاتشر الشهيرة لعام ١٩٨٧، أي بعد تطبيق سياسة حق الشراء بوقت طويل، ولكنها تلخص الفلسفة التي تقوم عليها هذه السياسة:

'كما تعرفون، ليس هناك شيء من قبيل المجتمع. هناك رجال ونساء على حدة وهناك أسر. وما من حكومة في مقدورها أن تفعل شيئًا إلا من خلال الناس، وينبغي على الناس أن يهتموا بأنفسهم أولا. واجبنا هو أن نهتم بأنفسنا وأن نهتم كذلك بجيراننا'.

كان عرض امتلاك مسكن عملا سياسيًا أساسيًا يستهدف تلبية النزعة الفردية، والمتوقع أن يظل الأمر كذلك على الرغم من الأزمة المالية.

الواقع أن الدعم الحقيقي من جانب الحزبين الحاكمين في كل من أمريكا وبريطانيا للإسكان يأتي نتيجة للعلاقة بين أسعار المساكن والاستهلاك. فقد يؤدي الارتفاع في أسعار المساكن إلى اتساع الفجوة بين المساكن المتوسطة والعالية السعر، ويحد بالتالي الانتقال من مسكن صغير إلى مسكن أكبر، لكن الارتفاع في أسعار المساكن يدفع كافة المُلاَّك إلى الشعور الحقيقي بأنهم أكثر ثراءً، وبالتالي إلى زيادة إنفاقاتهم. ويكون الناخبون الأوسع ثراءً أكثر خضوعًا بصفة عامة للحكومات القائمة. أما السياسيون فقد كان لديهم دائمًا دافع قوى للعمل على زيادة أسعار المساكن.

غير أن سوق الإسكان كانت على الدوام شيئًا لا يعوّل عليه السياسيون. فطفرات الإسكان وأزماتها ظاهرة مشتركة في كافة النظم الاقتصادية المتقدمة، حتى إن أي دراسة للتاريخ الحديث في أيّ مكان في العالم ترى أن رجال السياسة سيكونون مخدوعين إذا عولوا على الارتفاع المتواصل للأسعار. كما أن الإحساس العام بأن الانخفاضات في أسعار المساكن نادرة هو إحساس خاطئ. فأسعار المساكن في اليابان انخفضت بنسبة الثلث بعد اتخاذ إجراءات لمعالجة التضخم بين عامي ١٩٩٠ و٢٠٠٢، وهو أمر ليس بالنادر؛ وشهدت أسعار المساكن في كل من إيطاليا وكندا انخفاضًا مماثلا في معظم أوقات هذه الفترة نفسها. وفي المملكة المتحدة، انخفضت أسعار المساكن بمعدلات أسرع مما حدث في اليابان في أوائل تسعينيات القرن الماضي. وانخفضت الأسعار في هولندا بشكل أسرع مما حدث في اليابان، وأكثر من حيث القيمة الحقيقية، وذلك في أواخر سبعينيات القرن وأوائل ثمانينياته. وحدثت في أمريكا نفسها تحركات ملحوظة في الأسعار صعودًا وهبوطًا خلال أعوام التسعينيات. والواقع أنه لم تكن هناك إلا حالة ثبات واحدة منذ عام ١٩٨٠؛ فأسعار المسكن الألماني لم ترتفع مطلقًا.

إن أسعار السكن ارتفعت وانخفضت-في معظم البلاد المتقدمة، بنسبة النصف خلال الثلاثين عامًا الماضية، وذلك لأكثر من مرة واحدة أحيانًا. وفي بعض الحالات (إسبانيا مثلا) كان التفاوت أعلى بكثير- ٢٥٠ بالمئة. ولذلك فإن سياسة الإسكان متقلبة بطبيعتها.

ليست السياسة وحدها؛ بل وكان تمويل الإسكان متقلبًا أيضًا. فقد كابدت كل من أمريكا والمملكة المتحدة وإسبانيا وأستراليا وكندا وفرنسا وإيطاليا خسائر مصرفية ضخمة بسبب الإقراض العقاري في أوائل تسعينيات القرن العشرين. ويبدو أن الطفرات الإسكانية بمثابة مؤشر للإفراط في عملية الإقراض؛ فإن لم يعد هناك فرص للاستثمار الإنتاجي فإن عليك أن تستثمر في الإسكان.

الطريق الثالث للرئيس كلينتون؛ البعد الاجتماعي وسياسة السوق

الرواج والكساد في مجال الإسكان في أواخر ثمانينيات القرن العشرين وأوائل تسعينياته انبثقا من مبدأ تاتشر- ريجان الخاص بالمزاج الفردي، وحققا إجماعًا على نجاح سياسة السوق التي ظلت ثابتة لا تتغير لما يقرب من عشرين عامًا.

لكن فوز بيل كلينتون في انتخابات الرئاسة الأمريكية عام ١٩٩٢ أعاد إدارة حكومية متشبثة بالبعد الاجتماعي بالإضافة إلى اقتصاد السوق. وفي أول خطاب له كرئيس، حدد كلينتون التحديات التي تواجه كلتا السياساتين على النحو التالي:

> "اليوم، يتولى جيل ترعرع في ظلال الحرب الباردة مسئوليات جديدة في عالم مفعم بدفء شمس الحرية، ولكنه جيل تتهدده الضغائن القديمة والبلايا الجديدة. ونحن وقد ترعرعنا في ظل رخاء اقتصادي لا نظير له، لدينا

اقتصاد مازال الأقوى في العالم، لكنه اقتصاد أوهنته إخفاقات النشاط الاقتصادي، والأجور الراكدة، والتفاوت الاجتماعي المتزايد، والخلافات العميقة داخل شعبنا'.

بهاتين العبارتين، حدد كلينتون مجمل السياسة الداخلية والخارجية للولايات المتحدة لما يقرب من عقد من الزمان، حتى سبتمبر ٢٠٠١. ومن هنا فإن أفكار التفوق، والمشروعات التجارية الحرة الإنجيلية الطابع، والزعامة العالمية في خطاب كلينتون، بدأت تظهر طوال تسعينيات القرن الماضي، خصوصًا في سياسة التجارة الخارجية التي انتهجها روبرت روبين ولاري سمرز. كما تم إقرار سياسة للإسكان تهدف إلى خفض التفاوت الاجتماعي ومد مظلة الرخاء الاقتصادي إلى أولئك الذين حرموا منه. حقًا لقد كانت مهمة وطنية.

الحملة الأولى لانتخاب كلينتون هي العالقة بالذهن جيدًا بفضل مزحته 'إنه الاقتصاد يا غبي(*)!' كان الإسكان هامًا جدًا في الاقتصاد الأمريكي حتى إنه كان بإمكانه أن يقول 'إنه الاقتصاد يا غبي!' وبمحض الصدفة، دخل الرئيس البيت الأبيض في الوقت الذي كان فيه الاقتصاد يتعافى من كساد التسعينيات وتتراجع فيه سوق الإسكان لأدنى مستوى لها بعد أزمة الملكية العقارية التي صاحبت ذلك الكساد.

(*) عبارة صكها جيمس كارفل James Carville المستشار الإستراتيجي للرئيس بيل كلينتون أثناء حملته في الانتخابات الرئاسية ضد بوش الأب، وذكرها كلينتون في خطابه. (المترجم)

كان تعافي الاقتصاد دفعًا قويًا لسياسة كلينتون للإسكان. ففي ١٩٩٤، بدأ الرئيس مشروعًا أطلق عليه 'الإستراتيجية القومية لامتلاك المسكن'، وكان اسمه الفرعي 'شركاء في الحلم الأمريكي'. وقد استهدفت الإستراتيجية توسيع رقعة امتلاك المسكن لأقصى حد، الأمر الذي كان يعني توسيع هذه الرقعة حتى تشمل تلك الأقسام الاجتماعية غير المؤهلة للرهن وليس لديها القدر الكافي من المال لدفع مقدم الثمن. وأخذت الإدارة تغازل المشترين بفكرة أنه يمكنهم دفع جزء من منحة معاش التقاعد كمقدم ثمن.

كما أن الإستراتيجية القومية لتملك المسكن استحثت المقرضين على عرض أسعار فائدة أقل عما اعتادت السوق أن تفرضه على مثل هؤلاء المقترضين المشكوك في قدرتهم على السداد.

> 'هناك أسر أخرى ليس لديهم دخل ثابت يكفي لسداد الأقساط الشهرية الممولة بصكوك الرهن التي توفرها السوق بأسعار فوائد تفوق الشروط المعيارية للقرض. ويجب على إستراتيجيات التمويل المزودة بالقدرات الابتكارية وموارد القطاعين الخاص والعام أن توفق بين كل من هذين الحدين الماليين لصالح تمليك المسكن'.

وبعبارة أخرى، 'كن مبتكرًا في منح القروض لأولئك الذين لا يتوفر لهم في الأحوال العادية فرص الحصول على قروض'. هذه المبادرة قائمة على أساس من قانون إعادة استثمار المجتمع لعام ١٩٧٧ الذي تم إقراره

أثناء فترة رئاسة كارتر **Carter**، ذلك القانون الذي فرض علـــى مـــزودي الرهن أن يوسعوا الإقراض ليشمل المقترضين والمناطق التي عادةً ما تعتبر محفوفة بالمخاطر. وقد تطلب العمل في مجال أنشطة الرهن بدءًا من عـــام ١٩٧٧ فصاعدًا قدرًا من تفشي الرهن العقاري. ولذلك فإن التحول الأمريكي للقرض بضمان الرهن في الثلاثين عامًا الماضية اتسم بالتـــدخل الـــسياسي المنهجي تحت شعار 'ملكية المسكن للجميع' سواء أكان المقترضون تتـــوافر فيهم معايير الائتمان المألوفة أم لا تتوافر. ونحن نعرف الآن أن هـــذا كـــان نوعًا من ادخار المشاكل.

لاشك في أن سياسات كل من كلينتون وكارتر كانت جزءًا من التراث المحترم الذي سعى جاهدًا لإزالة التمييز في منح القروض. فقد كانت خدمات مثل العمل المصرفي والتأمين يتم منعها أو منحها بتكلفة عالية لمناطق يشار إليها بعبارة 'الخطوط الحمراء'، وهي تلك المناطق التي يُعتبر أن مركزهـــا المالي ليس متينًا بما يسمح لإتاحة الخدمات المألوفة لها. وكان 'وضع خطوط حمراء' على مناطق بعينها يمثل مشكلة لمجتمعات الأقليات منـــذ ثلاثينيـــات القرن الماضي على الأقل. وعلى حين أن الممارسة كانت غير قانونية، فإنه كان من الصعوبة بمكان أن يتم وقفها إن كان عدد كبيـــر مـــن الأســـر ذات القدرة الائتمانية الضعيفة تسكن عن كثب. إن العمل المـــصرفي لا يـــتلاءم مطلقًا مع تطبيق سياسات اجتماعية، فهذه السياسات يمكن تحقيقها بـــصورة أفضل عن طريق الوكالات الحكومية. ولسوء الحظ، فإن وكـــالتي الـــرهن فريدي ماك وفاني ماي بدتا كما لو أنهما تدعمان مجالي النشاط المـــصرفي

والسياسي وبدا كما لو أنهما تصلحان تمامًا لتطبيق أجندات سياسية ومدينتان بوجودهما للحكومة.

امتزاج السياسة ورجال البنوك

قرار إدارة كلينتون بالتمويل 'بصورة مبتكرة' لعمليات السداد الشهري كان خطوة جريئة جدًا على طريق منح قروض الرهن العقاري بصورة إجبارية أكثر مما كان يتصور من قبل. كان بشيرًا لقروض الرهن العقاري التالية؛ لأنه ألزم وكالات الرهن بسياسة منح القروض للمقترضين 'غير التقليديين'. وفضلا عن ذلك، فقد استطاعت الوكالات، من خلال التظاهر أمام رجال السياسة بأن في إمكانها منح قروض للمقترضين الأقل قدرة على الحصول على قروض، أن تسوّق نفسها على اعتبار أنها الوسيلة الوحيدة لتطبيق هذه السياسة ولإتاحة فرصة الحلم الأمريكي للأقسام الفقيرة من المجتمع. وفي خطوة جيدة لصالح الوكالات، نالت هذه الوكالات غطاءً وطنيًا لم تنله من قبل، وبذلك وضعت نفسها بصورة نهائية في قلب السياسة الاقتصادية للوطن.

حققت الوكالات مكاسب تجارية من الدعم الضمني من جانب الحكومة الأمريكية

إن الجانب الهام في إستراتيجية إدارة كلينتون هو تفويض وكالات الرهن لتطبيق 'ما يمكن تطبيقه من أهداف الإسكان'، ولإعطاء قروض

للجماعات المحرومة في المجتمع. وقد حققت الوكالات مكاسب تجارية من الدعم الضمني مِن جانب الحكومة الأمريكية، بما في ذلك التمويل بتكلفة منخفضة، والإعفاء الضريبي، ووسائل مصرفية أفضل مما تقدمه بنوك القطاع الخاص، والإعفاء من بعض القوانين المصرفية، وخط مباشر لطلب اعتمادات ائتمانية من وزارة الخزانة. وقد كانت هذه الشروط بعيدة تمامًا عما كان يعتبر شروطًا احترازية للبنوك التجارية. وقد سمحت الإعفاءات واختزال الضوابط الاحترازية للمساهمين العاديين أن يحقق هؤلاء ربحًا قيل إنه ربما بلغ في مجمله نحو ١٠ مليارات دولار أو أكثر في السنة.

وبالإضافة إلى هذه المكاسب الممنوحة من الدولة، كانت ثمة حاجة لكل من شركة فريدي ماك وشركة فاني ماي لتقوما بدور أسواق الرهن الثانوي السائل والثابت(*). وقد أدتا هذا الدور بصورة جيدة لأعوام كثيرة. كانت فاني ماي هي أولى المؤسسات التي أصدرت أوراقًا مالية مقيدة برهن في أوائل سبعينيات القرن الماضي، وقد رأينا في الفصول الأولى أهمية الأوراق المالية. لقد أدت هذه الأوراق المالية إلى زيادة كبيرة في الإقراض لأصحاب المساكن، وإلى صنف جديد من المال للمستثمرين– السند المضمون برهن. ومع أن هذا كان قد فقد بريقه بحدوث الأزمة المالية، فإنه كان ذلك النوع من التحديث المفيد الذي سيعاود الظهور بكل تأكيد. وأصبح من المحتم على

(*) الرهن الثانوي secondary mortgage هو، كما أوضحت في الفصل الخامس، ما أطلق عليه في مجال الإقراض بضمان عيني اسم'الرهن العقاري' subprime أما 'الرهن الممتاز' فيسمى prime. (المترجم)

الحياة المالية في الولايات المتحدة أن تعتمد على ضمان السندات برهن لتؤدي وظيفتها. فليس أمام البنوك خيار في أداء وظائفها بدون أوراق مالية مضمونة بأصول أو مضمونة برهن، ذلك لأن الممارسة أصبحت جزءًا لا يتجزأ من المنظومة. ومع أن أوروبا لا تعول كثيرًا على الأوراق المالية المضمونة بأصول، فإنها واصلت تقدمها المالي الذي قد يتطلب توسيع استخدام هذه الأصول في المستقبل.

كانت الوكالات في حاجة أيضًا إلى دعم صكوك الرهن الثانوي لصالح الأسر ذوات الدخل المتوسط والمنخفض وإلى توفير الصكوك في كل أرجاء الوطن، بما في ذلك المناطق التي لم يوفر لها المقرضون قروضًا منتظمة. ولذلك، وبرغم أنها كانت شركات خاصة من الناحية الاسمية فقط، كان يتعين على الوكالات أن تنفذ الأجندة السياسية؛ أن تخفف من حدة التمييز في منح القروض.

أهداف تمليك الإسكان بأسعار مناسبة التي تم إقرارها بادئ الأمر بموجب قانون الإسكان لعام ١٩٩٠ شملت أغراضًا حددها الكونجرس على أنها تدبير قروض للمقترضين المحدودي القدرة، لكن هذه الأهداف كانت مطروحة طول الوقت. وكان قد تم تحديد القروض الممنوحة للأسر ذات الدخل المتوسط والمنخفض لتصل إلى ٤٢ بالمئة من مجموع القروض في أعوام ١٩٩٧ - ٢٠٠٠. كان هذا مستوى عاليًا جدًا لكنه لم يمنع رجال السياسة من رفع الحد الأدنى كلما قام الكونجرس بتعديل القانون. وتم رفع الحد الأدنى إلى ٥٠ بالمئة بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٤، وكان المتوقع أن

يرتفع هذا الحد ليصل إلى ٥٧ بالمئة بحلول عام ٢٠٠٨. أما الهدف الآخر فقد كان توسيع دائرة الإقراض ليشمل الجماعات الاستثنائية التي لا تقع في فئة الدخل المتراوح بين المنخفض والمتوسط ولكنها قد تجد برغم ذلك صعوبة في الاقتراض. في الفترة الأولى، كان هذا الغرض محددا بنسبة ١٤ بالمئة، لتزيد هذه النسبة إلى ٢٠ بالمئة بحلول عام ٢٠٠١ وإلى ٢٨ بالمئة بحلول عام ٢٠٠٨. لكن هذين الهدفين وحدهما كانا يعنيان أنه ينبغي بحلول عام ٢٠٠٥ أن يتم توجيه ٧٠ بالمئة من إقراض الوكالات إلى جهات إقراض الرهن للمقترضين الذين يُعتبرون أقل قدرة على السداد قياسًا بالمقترض العادي. والواقع أنه ليس كل إقراض لـ "الإسكان المناسب" محفوفًا بالمخاطر، لكن الضرر كان بحلول عام ٢٠٠٧ جماعيًّا وأفضت أهداف الإسكان المناسب بالوكالات إلى المزيد من الإقراض الضئيل القيمة. ومنذ ذلك الوقت، بدأ ما يقرب من ثلث إقراض الشركات في استخدام صكوك رهن محفوفة بالمخاطر، وذلك قياسًا بنسبة ١٤ بالمئة في عام ٢٠٠٥.

كما أن التركيز على أهداف الإسكان المناسب كان يعني أن المقترضين العاديين ذهبوا إلى مكان آخر. وهكذا تدهورت محفظة الأصول المملوكة للوكالات بدءًا من منتصف تسعينيات القرن الماضي مع تصاعد الضغط السياسي لتوفير الإقراض.

لكن التشجيع على الإقراض للمقترضين الأقل قدرة لم يكن وقفا على رجال السياسة؛ فقد بارك البنك الفيدرالي التخفيف الواسع- على الأقل حتى تولى بوش إدارة البلاد. ففي عام ٢٠٠٠، خاطب محافظ البنك الفيدرالي

إدوارد جراملينش Edward Gramlich مجموعة من المتخصصين في الإسكان قائلا:(١)

'نتيجة للاقتصاد الناجح، تفجرت في السنوات الأخيرة العديد من التغيرات التكنولوجية، والمنتجات المالية المستحدثة، والاعتمادات الائتمانية للمقترضين من بين الأقل دخلا والأقليات... بين عامي ١٩٩٣ و١٩٩٨ زادت نسبة الإقراض المضمون برهن شراء مسكن للمقترضين الأقل دخلا بما يقرب من ٧٥ بالمئة، قياسًا بزيادة تصل إلى ٥٢ بالمئة بالنسبة إلى المقترضين الأعلى دخلا، وزادت صكوك الرهن العادي الممنوحة للأمريكيين من أصل إفريقي بنحو ٩٥ بالمئة خلال هذه الفترة وللأمريكيين من أصل إسباني بنحو ٧٨ بالمئة قياسًا بزيادة تقدر بنحو ٤٠ بالمئة من جملة الإقراض بضمان رهن عادي. ويبدو أن جزءًا كبيرًا من هذا التوسع في الإقراض للأقل دخلا هو ما يسمى سوق قروض الرهن العقاري'.

في تلك الفترة (٢٠٠٠) كانت زيادة إقراض الرهن العقاري محط حفاوة. والخطاب يعكس خلطًا شديدًا بين مهام البنك المركزي والتخطيط الاجتماعي والتشجيع السياسي لاتخاذ معايير رخوة للإقراض.

لم تنل وكالات الرهن أثناء تنازلها عام ٢٠٠٨ عن الدعم والاستحسان السابقين اللذين نالتهما من قبل من جانب الكونجرس والبنك الفيدرالي المركزي. فقد تعين فيما بعد على نفس الأشخاص الذين وضعوا من قبل أهداف الإسكان المناسب أن ينتقدوا المقرضين على معاييرهم الرخوة. بل وانتقدوا أحيانًا المعايير الرخوة للإقراض وهم يشكون أن الوكالات قد فشلت في الوفاء بحاجة أهداف الإسكان المناسب.

وفي سبتمبر ٢٠٠٨، قدم چيمس لوكهارت **James Lockhart**، مدير الوكالة الفيدرالية للتمويل الإسكاني، تقريرًا للجنة النشاط المصرفي بمجلس الشيوخ قال فيه 'إن الوكالات قد أغفلت عام ٢٠٠٧ أهداف الإسكان المناسب التي أقرتها الحكومة وسيزداد الإغفال في عام ٢٠٠٨'. وفي نفس جلسات الاستماع، اشتكى لوكهارت أيضًا من أن فريدي وفاني قامتا عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٧ بعمليات شراء ورهن المزيد من صكوك رهن لا معيارية كما لم يحدث في أي وقت سابق وليس لها مستندات ولا إثباتات، وذلك برغم تحذيرات المسئولين القانونيين. وكان بوسع السيد لوكهارت أن يضيف أن أهداف الإسكان المناسب كانت دافعًا قويًا لابتكار منتجات الرهن ذات 'المسميات الخاصة' التي سببت الكثير من المشاكل فيما بعد. كان ثمة شيء متناقض في الإقراض السكني لدرجة أن المسئول القانوني نفسه بدا غير قادر على التمييز.

وليس غريبًا أن الوكالات كانت واقعة تحت ضغط جماعة الضغط في واشنطن، ولذا فقد وظفت أعدادًا ضخمة من المتخصصين للرد على الانتقاد الذي كان يوجهه بعض أعضاء مجلس الشيوخ بصورة دورية لمزاياها

التجارية. وقد كانت العلاقة بين هذه الوكالات وبين الحزب الديمقراطي متينة جدًا لدرجة أن كبار الموظفين كان يتم نقلهم من وكالات الرهن للعمل في الإدارة الحكومية. كما أن الإدارة الحكومية كانت تحرك موظفين في الاتجاه الآخر. وفي بعض الأحيان، كانت الإدارة تحرك الشخص الواحد في الاتجاهين؛ فقد أصبح فرانكلين رينز **Franklin Raines** نائب رئيس شركة فاني ماي عام ١٩٩١، وهو المنصب الذي شغله إلى أن تركه عام ١٩٩٦ ليلتحق بإدارة كلينتون كمدير لمكتب الإدارة والموازنة. وقد عاود الالتحاق بشركة فاني ماي عام ١٩٩٩ كمدير عام للمؤسسة 'كأول أسود يرأس مؤسسة قوامها ٥٠٠ شركة'.

ما كان انتقال رينز من شركة فاني ماي إلى مكتب الإدارة والموازنة صدفة سياسية. فمكتب الإدارة والموازنة هو أكبر إدارة في الفرع التنفيذي للإدارة الأمريكية. ويتحدد دوره في توجيه ومراقبة أداء عدد ضخم من برامج الحكومة، وكذلك صياغة الميزانية السنوية للحكومة. إنه منصب سياسي كبير. وتبين عودة رينز من مكتب الإدارة والموازنة إلى فاني ماي مدى ما كانت عليه الوكالات من أهمية لسياسات بيل كلينتون الداخلية. وهي أيضًا مؤشر لمدى ما أصبحت عليه الوكالات نفسها من أهمية للعملية السياسية.

ما وراء السياسة الداخلية

لم تكن السياسة الداخلية مجرد سياسة أثر فيها سلوك الوكالات. فقد أكد حجم عائدات الوكالات في السوق الثانوية للسندات أن الوكالات لعبت دورًا هامًا في الأسواق الرأسمالية. ففي أواخر التسعينيات، أفادت الحكومة بأن

فائض الموازنة وإيرادات الوكالات يتجاوزان إيرادات وزارة الخزانة بكثير. ونتيجة لذلك اضطلعت الوكالات بدور وكلاء السندات الحكومية. كما أن تضافر الروابط السياسية والمقارنة المستمرة بين دين الوكالات وسندات الخزانة أضفيا على مديونية الوكالات صبغة الدين الحكومي دون أن يكون لذلك سند رسمي.

وفيما يخص مستثمرين مثل مديري الاحتياطيات الصينيين، كان هناك تناقص متزايد في التمييز بين سوق سندات الخزانة وسوق سندات الوكالات التي قدمت عائدات أعلى قليلا. كانت كلتا السوقين مضمونتين من جانب أقوى حكومات العالم ولهما وجودهما في إطار السياسة الحكومية. ولم يكن هناك مجال للتفكير في السماح للوكالات بأن تتخلف عن سداد ديونها أو ما قدمته من مديونية أعيد رهنها. وهكذا فإن أي مستثمر واع يفضل، حتى إن كان يكره المخاطرة كما يكرهها مديرو الاحتياطيات، شراء سندات الوكالات بالإضافة إلى سندات الخزانة. وبداية من عام ٢٠٠٣، قسم مديرو الاحتياطيات، والصين على وجه الخصوص، صفقات السندات الأمريكية بين المديونية الحكومية الخالصة ومديونية الوكالات. وقد بدت الوكالات لأيّ غريب، وللنخبة السياسية داخل أمريكا أيضًا، ذراعًا سرية لسياسة الحكومة.

التنويع في السياسة تنويع في الرهن العقاري

سعت إدارة بوش في البداية إلى إقامة علاقة تكافلية مشابهة، بل سلسة، مع فريدي ماك وفاني ماي. وكانت هاتان الوكالتان تعتبران مؤسستين

ديمقراطيتين حتى النخاع ولكن مفيدتين في طرح مبدأ بوش القائل 'مجتمع حق الملكية'.

كلمة بوش يوم تنصيبه في المرة الثانية عام ٢٠٠٤ التي أعلن فيها 'لكل أمريكي نصيب في الوعد وفي مستقبل بلدنا... وبناء مجتمع حق الملكية'. لكن سياسة بوش عن 'الملكية' لم تكن سوى تنشيط لسياسة كان يتم في الواقع تنفيذها منذ أعوام. وقد استخدمت هذه السياسة لإنقاذ الاقتصاد في عام ٢٠٠١ عن طريق تشجيع تمويل الإسكان كعامل من عوامل دعم الاستهلاك.

إن مبادئ ملكية المسكن تلائم أيديولوجيا الحزب الجمهوري تمامًا على حين أن مؤسسات وكالات الرهن شبه الرسمية لا تلائمها هذه المبادئ. فالوكالات كان يُنظر إليها باعتبارها مؤسسات شبه احتكارية تشوب ولاءاتها روابط قوية بالديمقراطيين المنهزمين وموردي القطاع الخاص الممنوعين من الإقراض. ومع ذلك، فإن إدارة بوش، في معظم فترة رئاسته الأولى، كانت سعيدة بالتعاون مع العدو وباستخدام الوكالات في تمويل الإقراض الموسع بضمان الرهن.

وطرأ تغير واضح في شأن الوكالات التي بزغت عام ٢٠٠٣ حين حقق المكتب الفيدرالي لمراقبة مشاريع الإسكان (OFHEO) مع كل من فريدي ماك وفاني ماي ووجد أنهما قدمتا تقارير غير دقيقة بصورة متعمدة حول عدم ثبات مكاسبهما. فقد أعلنت فريدي ماك عن أرقام لا تدل على أرباحها الحقيقية في محاولة منها لإظهار أن مكاسبها متوقعة تمامًا ولرفع

سعر أسهمها. وبعد ستة شهور، وجد المسئولون القانونيون أن فاي ماي شاركت في 'الاستغلال السيئ للقواعد المحاسبية على نطاق واسع'، وكتب المسئولون القانونيون أن 'فاني ماي حافظت على ثقافة المؤسسة التي ركزت على المكاسب الثابتة على حساب الكشف عن البيانات المالية الصحيحة'.[٢]

إن الانحياز الديمقراطي السابق للوكالات أصبح الآن محسوبًا بكل تأكيد ضد هذه الوكالات. كما أن التماثل بين الاتهامات الموجهة ضد الوكالتين أوضح أن هناك درجة من السلوك الاحتكاري. كان هذا هو الوجه الآخر للضغط السياسي الحاد الذي تم توجيهه للشركتين؛ لقد اتفقتا على اقتناص أكبر فائدة اقتصادية.

وحاولت الشركتان مواجهة الانتقاد الموجه لممارستهما المحاسبية. واستنكر فرانكلين رينز رئيس مجلس إدارة فاني الانتقاد. لكن المؤسسة انقلبت عليهما. وقال مسئول المحاسبة في لجنة مراقبة عمليات البورصة إن فاني ماي لم تكن أصلا 'مقيدة بالصفحة' الخاصة بالأعمال المحاسبية المعترف بها.

انخدع المستثمرون، وخُدع مشترو

المساكن، وأصبح دافعو الضرائب في خطر

نبه عضو الكونجرس عن لويزيانا ريتشارد انش بيكر **Richard H. Baker** على الكونجرس مرارًا وتكرارًا عن المخاطر المحدقة بالوكالات. وكان رد بيكر على تقرير فاني مماثلا لانتقاداته المتكررة لكلتا الشركتين:

'لقد انخدع المستثمرون وخُدع مشترو المساكن وأصبح دافعو الضرائب في خطر. عار عليك إن خدعتنا مرة.. عار علينا إن خدعتنا مرتين'.

وتدانت الفرصة من الجمهوريين للحد من نفوذ الوكالتَيْن وتشجيع القطاع الخاص الحقيقي. فطالب كل من رئيس مجلس إدارة البنك الفيدرالي ألان جرينسپان (من الحزب الجمهوري) ووزير الخزانة چون إسنو **John Snow** بالإشراف الصارم على الوكالاتين وبخفض حجم ميزانيتهما- الأمر الذي كان يعني أنه يمكن للوكالات الأخرى أن تشارك في توفير الصكوك، بما في ذلك توفير صكوك لأولئك الذين لا يمكن تأهيلهم للاقتراض العادي. وفي خطاب ألقاه في فبراير ٢٠٠٤ أصر جرينسپان على أن 'معظم الأمور المرتبطة بالمخاطر الشاملة (في المنظومة المالية الأمريكية) تنبع من حجم الميزانيات التي تحتفظ بها هاتان المؤسستان (المؤسستان اللتان تعملان تحت إشراف الحكومة: فريدي ماك وفاني ماي).'[٣] وبعد عقد من سياسة النفوذ الديمقراطي وسيطرة الوكالات، حان وقت اختبار الخيار الجمهوري القائم على سماسرة الرهن الإقليمي الذين ينشئون القروض ويرسلونها إلى السوق المالية لتحويلها إلى أوراق مالية. وكان هذا يعني، بالطبع، توسيع نطاق الرهن العقاري بالإضافة إلى التوسع في الإقراض العادي.

وهكذا أرادت إدارة بوش- وكذلك جرينسپان- إزاحة الوكالات من القيام بدور مركزي في تمويل الإسكان وإحلال القطاع الخاص الحقيقي محلها. وقد أشار جرينسپان بوجه خاص إلى مخطط من هذا النوع في

الشهادة التي أدلى بها في فبراير أمام لجنة مجلس الشيوخ الخاصة بالنشاط المصرفي:(٤)

'فاني وفريدي يمكنهما الاقتراض بسعر مدعوم، وبوسعهما أن تدفعا لمن أنشأوا صكوكهما أسعارًا أعلى مما كان يمكن أن يدفعه أي منافس آخر وأن تسيطرا تدريجيًا ولكن بصورة لا هوادة فيها على السوق من أجل الصكوك المطابقة للمواصفات. وقد أتاحت هذه العملية لشركتي فاني وفريدي وسيلة قوية وحافزًا كبيرًا لتحقيق نمو سريع جدًا لميزانيتيهما. وأتاح المعدل الناتج لكل من فاني وفريدي مكاسب إضافية لا يمكن لأي منافسين من القطاع الخاص تحقيقها.. وتعتمد المنظومة الحالية على أن يؤدي مديرو المخاطر في كل من فاني وفردي كل شيء أداءً صائبًا، وذلك بدلا من الاعتماد على المنظومة المبنية على أساس السوق التي تعززها تقييمات المخاطر والقدرات الإدارية للعديد من المشاركين الذين لديهم رؤى مختلفة وإستراتيجيات مختلفة لمخاطر المضاربة. ويمكن لمنظومتنا المالية أن تكون أكثر قوة إذا اعتمدنا على منظومة ذات بنية سوقية تقوم بتوزيع مخاطر معدل الفائدة وليس على المنظومة الحالية التي تعمل على تركيز مثل هذه المخاطر بالاتفاق مع المؤسستين اللتين تشرف عليهما الحكومة.(٥)

(*) المقصود فاني ماي وفريدي ماك. (المترجم)

وفي ديسمبر ٢٠٠٤، اتفق كل من فردي وفاني على معالجة 'مجمل أصول الميزانية عن طريق خفض المحفظة بإجراء عمليات تصفية للصكوك العادية بالأساس، وذلك لتقليل الحد الأدنى من المتطلبات الرأسمالية'.(٥) وقد أدى خفض الوكالتين لميزانيتيهما إلى انخفاض السندات التي توفرها الوكالتان للمستثمرين نتيجة لعدم إحلال سندات محل السندات التي تتم تصفيتها، كما أنه أدى إلى الحد من توفير الصكوك التي تراهن عليها الوكالتان.

ووفقًا لما كان متوقعًا، فإن الحاجة إلى مواصلة إنتاج الصكوك كانت تعني أنه كان يتعين ملء الفراغ عن طريق الإقراض وأن يكون ضمان السندات برهن من مصدر آخر غير الوكالات. لكن القطاع الخاص رأى (في ذلك الوقت) أن المصاريف العالية والعائدات الكبيرة للمستثمرين كامنة في النهاية السفلى من الطيف الائتماني- أي في الرهن العقاري. وفي عام واحد (عام ٢٠٠٤)، زاد الرهن العقاري الصادر من القطاع الخاص بدلا من الوكالات من ٧ بالمئة إلى ما يقرب من ٢٠ بالمئة من إجمالي الأسهم الصادرة المضمونة برهن.

كما أن الأنواع الأخرى من القروض 'غير المطابقة للمواصفات' قد زادت كثيرًا بعد فرض قيود على فاني وفريدي وزاد القرض البديل **Alt-A** المتميز من أقل من ٣ بالمئة إلى٨,٥ بالمئة (وهو فئة في الرهن مقترضوه أفضل من مقترضي الرهن العقاري **Subprime**، لكنه أقل جودة من مقترضي الرهن الممتاز **Prime**). وزادت الحصة التي اشترتها كلتا الفئتين من جديد في العام التالي. ثم قلت حصة السوق من سندات الرهن الخاصة

بالوكالات في عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٦. وزاد إصدار الصكوك من مصادر أخرى غير الوكالات من ٢١,٥ بالمئة من حصة السوق في ٢٠٠٣ إلى ٥٥,٣ بالمئة من حصة السوق في ٢٠٠٥. وقد كان مديرو الاحتياطي الصيني بين العديد من المستثمرين الذين اضطروا إلى إدخال جزء على الأقل من سندات القطاع الخاص المضمونة برهن في محفظتهم بعد الانخفاض في إصدار سندات الوكالات.

ومن هذا الوقت، سيطر مديرو الاحتياطيات، بما في ذلك الصينيون، على سوق وزارة الخزانة والوكالات لدرجة اضطر معها مستثمرون آخرون بصورة أو أخرى إلى شراء صكوك الرهن العقاري، أو قبول عائدات قليلة جدًّا. وكانت القيود التي فرضتها إدارة بوش على الوكالات قد أجبرت المستثمرين- وليس البنوك بطبيعة الحال- على أن يستثمروا في صكوك الرهن العقاري التي يصدرها القطاع الخاص.

لقد رأينا أن كلاً من بوش وجرينسپان دعما التحول إلى موردي صكوك القطاع الخاص؛ لأنهما كان يعتقدان أن ذلك سيؤدي إلى خفض المخاطر التي يواجهها دافعو الضرائب. وفي الواقع فإن التحول قد أضاف الكثير إلى زخم المنافسة الائتمانية التي أدت إلى الكارثة في عام ٢٠٠٧. وفي النهاية، لم يتم إنقاذ فردي وفاني من الخطر؛ لأن منظومة الرهن بكاملها كانت قد أصبحت مشبوهة منذ ذلك الحين. وفي منتصف عام ٢٠٠٨، تم وضع الشركتين تحت الوصاية الحكومية- أيّ تحت المسئولية الحكومية المباشرة مع تزويدهما بأموال دافعي الضرائب اللازمة لوقايتهما من

الإفلاس. لكن الوكالتين لم يكن بوسعهما الإفلات من الخضوع الجبري لسياسة 'الإسكان بأسعار مناسبة'، كما أن قدرتهما على الإقراض كانت ضعيفة. ولذا، فإن نموذج نشاطهما التجاري المزود بوسائل اقتراض عالية، والممول تمويلا رأسماليًا منخفضًا نسبيًا، كان عاجزًا عن الاستمرار في ظل الشروط العدائية التي صاحبت الأزمة الائتمانية الطاحنة.

لقد شوهت سياسة الإسكان نفس السياسات التي كانت قد بدأت في مساندتها. وبدلا من تشجيع القليل من الأمريكيين الميسورين على الدعم الوطني لمجتمعاتهم، تم إجبار الآلاف منهم (أو هم فعلوا ذلك طوعًا) على عدم سداد صكوك مديونياتهم. كان البعض مخادعين ومستفيدين من سياسة الدمج. وقبل كثيرون آخرون سياسة ملكية المسكن التي باركتها واشنطن على أساس القيمة الاسمية، ثم طردوا من مساكنهم حين تلقت البنوك ووكالات الرهن المليارات في عمليات إسعافها ماليًا. وقد أدت السياسة التي تم تخطيطها لتكون لها أبعاد اجتماعية إلى واحدة من أكثر الأحداث المثيرة للجدل في التاريخ الأمريكي الحديث.

وفي أثناء عام ٢٠٠٨، قلب مديرو الاحتياطيات وجهة سياستهم الخاصة بشراء دين الوكالات. فحين قامت الحكومة بتأميم فاني وفريدي في يونيه ٢٠٠٨ فعليًا، كان مديرو الاحتياطيات قد بدأوا في بيع سندات الوكالات، بدلا من شرائها، وذلك برغم أن الضمانة المطلقة من جانب الدولة، والتي جاهدت الإدارات المتعاقبة أن تتجنب الإفصاح عنها بوضوح، قد تبين الآن أنها كانت ملزمة. كبديل لسندات الوكالات، تحول مديرو

الاحتياطيات إلى أذون الخزانة Treasury Bills المنخفضة العائد- ولكن العالية السيولة. فبمجرد أن تغير النقود صفتها في الأزمة المالية، بما يعزز أهمية نقود البنك المركزي على حساب كل الأنواع الأخرى، فإن بؤرة نشاط المستثمرين تتجه نحو مركز المنظومة نتيجة لأن سندات الخزانة وأذون الخزانة توفر الاستثمار الأكثر أمانًا من كافة الأنواع الأخرى.

التشوهات السياسية الأوروبية في الإقراض

هل حذا أيّ بلد حذو نموذج واشنطن في إنتاج الصكوك السكنية؟ لا وجود لوكالة تماثل فريدي ماك وفاني ماي في المملكة المتحدة. ولم تكن هناك مؤسسات من هذا النوع في فرنسا أو ألمانيا أو إسبانيا. لكن السياسة تظل، مع ذلك، متتامة مع القروض العقارية في هذه البلاد أيضًا. فشركة ديفا من ألمانيا ودكسيا في فرنسا أقامتا نماذج مماثلة للأنشطة التي كانت تمارسها كل من فريدي وفاني- ولكن بعنف أقل- وليس من العجيب، إذن، أن كلتا الشركتين اصطدمتا بنفس المشاكل في عام ٢٠٠٨.

وكما أن الوكالات الأمريكية أنشأت سوقًا للسندات تقارن بسوق الخزانة الأمريكية، أو تزيد عنها حجمًا، كذلك أنشأت ديفا ودكسيا الأوروبيتان سوقًا للسندات تعتبر ثاني أكبر سوق في أوروبا نتيجة لإصدار سندات مضمونة بقروض القطاع العام. وفي القرن الثامن عشر، كانت الدولة البروسية قد أنشأت في ألمانيا سوقًا للسندات المغطاة بضمان (بالألمانية: Pfandbriefe). وككل الأوراق المالية المضمونة بأصول، حصلت تلك

السندات على ضمانات أكبر، ولذلك فقد كانت هذه السندات تعتبر مأمونة جدًا ولا يمكن الإهمال في سدادها. ومن جديد، لم يساعد كل ذلك على سداد السندات عندما تفجرت الأزمة.

لقد أقامت كلتا الشركتين الأوروبيتين أنشطتهما التجارية بوصفهما ممولتين متخصصتين في مشاريع القطاع العام، ولذلك فقد اكتسبت كل منهما مكانة تماثل مكانة الأخرى ومنزلة عالية جدًا بالنسبة للوكالات الأمريكية- لكن الأمر كان أقل وضوحا في النظرة الأوروبية المعتادة. وكما برهنت الأزمة الائتمانية الطاحنة أن نموذج مشاريع فريدي وفاني كان نوعًا من المضاربة المثيرة للشفقة على سندات رأس المال قصيرة الأجل، كذلك انهارت كل من شركتي دپفا وديكسيا عقب اضمحلال ليمان برانرز.

كانت هناك مشاكل أوروبية بوجه خاص تواجه شركتي دپفا وديكسيا. وبعد أن بدأ العمل بالعملة الموحدة عام ١٩٩٩، انصرفت كل منهما عن تمويل القطاع العام واتجهتا نحو إدارة الأصول. واستنادًا إلى مكانتهما كممولتين للقطاع العام، استطاعتا الاعتماد على التمويل بسعر منخفض. وبعد إنشاء منظمة الاتحاد النقدي الأوروبي، أصبحت سندات بعض الدول، مثل سندات الحكومة الإيطالية، تطرح باستمرار عائدات أعلى من تكلفة تمويل كلتا الشركتين. ولذلك فقد دفع الاتحاد الأوروبي لهما المبالغ اللازمة لشراء السندات الإيطالية والاحتفاظ بها لحين استحقاق الدين. كانت دپفا تحديدا بين أكبر المشترين للدين الإيطالي. وحيث إن عمليات الشراء أدت إلى أن تتجه الأرباح الإيطالية لتتجمع في ألمانيا، لذلك فقط اضطرتا إلى شراء مديونيات

طويلة الأجل، لِما يزيد على الثلاثين عامًا، وهو ما أتاح ربحًا أكثر قليلا. وهكذا تصرفت الشركتان كقناتي قطاع خاص تخدم الأهداف السياسية لمخططي منظمة الاتحاد النقدي. ومع مرور الوقت، قامتا بنقل المديونية الطويلة الأجل للدولة الإيطالية إلى ملكية الألمان- الذين يمتلكون ديفا. وهكذا فإن التكامل المالي لمنظمة الاتحاد النقدي كان قد تم خصخصته فعليًا.

اعتمد نموذج المشاريع التجارية لكل من ديفا وديكسيا على الإبقاء على أسعار تمويل منخفضة قياسًا بالدخل الذي تغله السندات. وقد أتاحت المعايير المحاسبية للشركتين أن تقيدا أوراقهما المالية على أساس الاحتفاظ- لحين- الاستحقاق. وعندما جمدت أسواق المال قروضها المصرفية بدءًا من أغسطس ٢٠٠٧، ارتفعت مستويات تمويل الشركتين، الأمر الذي أدى إلى انخفاض عائداتهما السنوية نظير أوراقهما التجارية. ومع افتراض أن نشاطها يتسم بطول الأجل، فإن زيادة تكلفة التمويل كان ممكنا. ومع ذلك كانت كلتا الشركتين محطمتين حين انهارت ليمان براذرز، مما اضطرهما إلى إعادة إجراءات مقايضة لأسعار الفائدة. وبلغة المحاسبة، أدى هذا إلى تحديد السعر على أساس المراكز القائمة في السوق، تلك المراكز التي أفضت منذ هذا الوقت إلى خسائر بالغة. وفي غضون ثلاثة أسابيع من زوال ليمان، اضطرت كل من ديفا وديكسيا إلى استجداء مساعدة الحكومة.

فإذا كانت هاتان الشركتان هما فريدي وفاني القارة، فإن التكامل النقدي كان يمثل لأوربا ما كان يمثله الإسكان المناسب، و'مجتمع الملكية' لإدارة كل من بيل كلينتون وجورج دبليو بوش. فالتكامل النقدي شجع البنوك الإسبانية

لتجميع الصكوك على ميزانياتها من أجل إصدار سندات مماثلة للمستثمرين الألمان، أيّ سندات مغطاة بضمان. كما أنه شجع البنوك النمساوية والإيطالية للمشاركة في الإقراض المحفوف بالمخاطر لبلدان أوربا الوسطى والشرقية. وقد كانت هذه سياسة بلا أطراف مشاركة، لكنها كانت تشق طريقها بفضل الدعم الثقافي والاجتماعي من الحكومات والمفوضية الأوربية والبنك المركزي الأوربي.

اليوروقراط(*) والإقراض باليورو

كانت الزيادة في الإقراض عبر الحدود كما طرحتها كل من دپفا وديكسيا جزءًا من خطة واعية لطبقة اليوروقراط بهدف إدخال الأسواق المالية في نطاق عملة موحدة. وقد كان تدعيم إقراض الإسكان عبر الحدود جزءًا هامًا من الخطة. وكانت الخطة ناجحة جدًّا بمقياس حجم الإقراض الذي تم تحقيقه حتى منتصف عام ٢٠٠٧، لكنها بكل تأكيد أتت بمخاطر كبيرة.

في نوفمبر ١٩٩٨، قبل بدء العمل بالعملة الموحدة مباشرة، تحدث توماسو پادوا- إسكيوپا **Tommaso Padoa-Schioppa**، عضو المجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوربي، عن فوائد العملة الموحدة في توفير وسائل التمويل الإسكاني، وناقش رؤيته بشأن منطقة عملة موحدة يمكنها منافسة أسواق الرهن السائل في أمريكا والمخصصة لتلبية حاجة السوق:

(*) مصطلح قدحي دامج للكلمتين 'أوربي' و'بيروقراطي' يشير إلى كبار المسئولين الإداريين بمفوضية الاتحاد الأوربي. (المترجم)

'من منظور منطقة اليورو، تعتبر محاولة تأسيس المزيد من أسواق التمويل الموحد للإسكان هدفًا جذابًا مادام أنه سيقدم مزايا للمستهلكين من ناحية اتساع قدرة المنتجات على منح أو تقليل التكاليف الناجمة عن زيادة المنافسة بين المقرضين وممارسات الإقراض. وذلك سواء أكانت سوق الاتحاد الأوربي لتمويل الإسكان أكثر تكاملا من الناحية الفعلية في ظل قوة اليورو أم كانت معتمدة، إلى حد كبير، على موقف المؤسسات المعنية. من المتوقع أن تستغل هذه المؤسسات الفرصة التي يتيحها استخدام اليورو للانتشار فيما وراء أسواقها القومية، كلما كان ذلك ممكنا ولأقصى حد ممكن. وبالطبع، سيكون أيّ توحيد آخر معتمدًا أيضًا على مدى زوال الفوارق النقدية والقانونية التي مازالت قائمة بين البلاد. وكلما أسرعت السلطات المختصة في الحد من هذه الفوارق كان تأثير اليورو أسرع بصورة واضحة. وينبغي الاعتراف، ثانيًا، بأن استخدام اليورو سيؤدي إلى حدوث تغيرات جوهرية في أسواق المال الأوروبية، وذلك بتوسيع نطاق وزيادة عمق هذه الأسواق. وبصفة عامة، فإن من المتوقع أن تعزز المؤسسات المالية العاملة في قطاع الرهن حق عودتها لسوق المال مادامت توفر إمكانية تمويل أكثر

كفاءة. ويتطلب هذا أيضًا أن تكون تلك المؤسسات المالية، التي لم تعد تمول سوق المال إلى الآن، مدعوة إلى اغتنام هذه الفرصة. وفي الواقع، فقد يصبح ضروريًا جدًا إصدار الأوراق المالية، كشكل من أشكال تمويل الإقراض برهن، وذلك إذا تكررت حركة المال المدخر بعيدًا عن ودائع البنك'.

كان ذلك هدفًا جديرًا بالثناء، إلا أن التواتر العنيف للإقراض عبر الحدود بين بلاد مثل ألمانيا وإسبانيا، والاعتماد الزائد على تمويل أسواق المال، كانا سببًا رئيسيًا في حدوث الأزمة المالية عام ٢٠٠٧. وإنصافًا لپادوا- إسكيوپا، فإنه قد اعترف بالمخاطر، حتى في عام ١٩٩٨:

'وأخيرًا، لابد من الإشارة إلى أن التغيرات في المشهد المالي التي أحدثها استخدام اليورو سوف يضع العديد من التحديات والمخاطر الإستراتيجية أمام الائتمان والمؤسسات المالية. ومن الممكن أيضًا أن يؤثر ازدياد توقع المنافسة من جانب الإقراض ويؤدي إلى انخفاض أسهم إيداعات تجارة التجزئة الرخيصة. ولذلك، فإنه لابد أن تكون كل المؤسسات واعية بالتغيرات في أوضاع السوق، والمنافسة الضارية، والطلب المتزايد على الخدمة المنخفضة التكلفة، وأن تكون مستعدة للتكيف معها. وهذا ينطبق أيضًا على المؤسسات العاملة في قطاع الرهن.

وفي مقابل هذا الوضع القائم، من الضروري أن يحدث توفيق الأوضاع بكل سلاسة بلا أيّ تأثيرات معاكسة على استقرار المنظومة المالية'.

الإقراض عبر الحدود وتمويل الإسكان حققا قفزة في الأعوام التسعة اللاحقة

وعلى الرغم من أن الإقراض عبر الحدود وتمويل الإسكان حققا قفزة في الأعوام التسعة اللاحقة، فإنه لم يتحقق تقريبًا أي تقدم في منطقة الاستقرار المالي الأوروبي. وقد أعطت مذكرات التفاهم بين المسئولين الماليين للأقطار الأوربية انطباعًا بأن هناك تقدمًا دون وجود أيّ شيء حقيقي في الواقع. لكن منطقة اليورو، بقيادة البنك المركزي الأوروبي، طورت تجربتها طويلة الأجل في كل من التكامل المالي، وترويج ضمان السندات برهن، والأساليب الجديدة في التمويل والإقراض عبر الحدود بدون شبكة أمان قانونية حقيقية.

سياسة الضرائب

تغلغلت سياسة الإسكان داخل حكومات المملكة المتحدة أيضًا. وغالبًا ما يجري افتراض أن الخروج من آلية سعر الصرف الأوروبي عام ١٩٩٢ هو الحدث الذي حطم حكومة جون ميجور John Major. الواقع أن معظم البريطانيين لم يهتموا كثيرا بما يسمى مشاعر النبذ Humiliation of

ejection وما يستتبعه من خفض في سعر الصرف، خصوصًا وأن ذلك سمح بخفض أسعار الفائدة المشلولة أصلا. لكن ما أقلق البريطانيين هو التراجع في أسعار السكن الذي صاحب مشاركتهم في سعر الصرف الأوروبي. لقد بدأت أسعار المسكن في التراجع عام ١٩٩٠ وبقيت على حالها حتى عام ١٩٩٥.

وعندما انتخب توني بلير **Tony Blair** عام ١٩٩٧، بدأت أسعار السكن ترتفع، لكن هذا لم يكن على نطاق واسع. وربما كان ادعاء الحكومة الجديدة بأن 'الأمور ستكون أفضل في النهاية' قائمًا على أساس الوعد المرسل بأن قلق الطبقة الوسطى على أسعار المسكن سيكون في بؤرة اهتمامات إدارتها– إلى جانب 'التعليم ثم التعليم'.

ومن حسن حظ حكومتي حزب العمال برئاسة بلير ثم غوردون براون **Gordon Brown** أنهما كسبتا حركة سوق الإسكان الصاعدة بشدة والتي تعززها حركة التوسع في التمويل بالسندات المضمونة برهن وتدفقات الرأسمال العالمي. فالإسكان قدم لهما ليس فقط أرضية التفاؤل التي مكنتهما من الفوز بانتخابات متعاقبة، بل قدم للخزانة أيضًا سيلا جارفًا من الإيرادات. ففي الموازنة الأولى لحكومة العمال، تم إصدار فئات عليا من رسم الدمغة **Stamp duty**. وكانت الزيادات اللاحقة في الفئات الأعلى، بالإضافة إلى التضخم في أسعار السكن، تعني أن رجال السياسة أصبحوا يعتمدون أكثر فأكثر على سوق الإسكان من أجل الإيرادات. ففي العام الأخير، قبل أن يأتي حزب العمال إلى الحكم في عام ١٩٩٧، ارتفعت رسوم الدمغة على المساكن

بمقدار ٦٧٥ مليون جنيه إسترليني. وبعد عشرة أعوام، زادت الخزانة بمقدار ٦،٥ مليار جنيه إسترليني. وقد تم تقدير أن هذا الرقم سيكون تقريبًا ضعف المقدار الذي تم جمعه إن ظلت الزيادات متناسبة مع التضخم في أسعار المسكن. ومن هنا، فإن الازدراء السياسي الذي كاله السياسيون البريطانيون على رجال البنوك في أعقاب أزمة الائتمان أمر مفهوم تبرره تلك المساعدات المباشرة التي تلقتها الحكومة نظرًا لأن الأزمة المالية كانت قد أوقفت مصدرًا كبيرًا للدخل الضريبي.

كانت المساعدات غير المباشرة أكثر أهمية. ولذلك فإن براون دائمًا ما كان يوصف بأنه أفضل رئيس وزراء بريطاني على الإطلاق نظرًا لتخطيه الأزمة المالية بتضخم طفيف في أسعار المستهلكين ونمو مطرد في الاقتصاد. وفي الواقع، فإن الاطراد في النمو، كما حدث في الولايات المتحدة وإسبانيا وأيرلندا، كان قائمًا على أساس الزيادات المتواصلة في أسعار المسكن. وقد أتاح هذا إعادة تدوير الائتمان الأجنبي- الضامن لعمليات رهن السندات في إطار النظام الاقتصادي- باعتباره ائتمان مستهلكين تم تحريره عن طريق قروض عقارية وصكوك رهن من الدرجة الثانية.

هل يحدث نفس الشيء في كل مكان؟ ولماذا تحدث طفرات اقتصادية في بعض البلاد؟

ربما تكون المشاركة السياسية في الإسكان موضوعًا متكررًا، وكذلك فإن الأذى الذي يسببه تشويه الدوافع لن يتوقف حتى مع انهيار أكبر سوق عالمي للإسكان في التاريخ. والاستثنائي فيما يخص طفرة الإسكان والرهن

في العقد الماضي هو وجود تماثلات في طفرة الإسكان والرهن عبر البلاد وعبر القارات. فالولايات المتحدة والمملكة المتحدة وإسبانيا وأيرلندا والسويد والدنمارك وبلچيكا وأستراليا- وإلى مدى أقل: إيطاليا وهولندا وفرنسا والصين وكوريا الجنوبية، مع بلدان أمريكا الجنوبية جنبًا إلى جنب، مثل الأرچنتين والبرازيل- شهدت كلها طفرات وعثرات متماثلة في الإسكان، الأمر الذي يوحي بأن هناك تنسيقًا عالميًا غير مسبوق لأسواق العقارات.

ومن الغريب أن الطفرة الواسعة الانتشار يمكن أن تحدث عبر مثل هذا التنوع من المنظومات القانونية، والضوابط الإدارية والمنظومات الاجتماعية. وذلك يوحي بأن العامل المشترك لم يكن عمليات الإقراض الرخيص فقط ولكنه يشمل أيضًا التطورات الذائعة الأخرى مثل العولمة والتحديث المالي والنظم المصرفية العالمية والمستوى الواقعي لأسعار الفائدة.

هناك بكل تأكيد تماثل في انخفاض في الأسعار الواقعية للفائدة بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٥ في البلاد المشار إليها، لكن هذا التماثل قائم أيضًا في البلدان التي لم تشهد طفرة عقارية واضحة – ألمانيا وسويسرا واليابان. كما أن الانخفاض في الأسعار الواقعية للرهن لم يصل مطلقًا إلى ما دون الصفر في أي فترة هامة بالنسبة لأيّ بلدة باستثناء أيرلندا.[٦] فلماذا قامت بعض البلدان التي شهدت طفرات لفتت الأنظار إلى مثل هذه التطورات المتماثلة في حين أن بلدانًا أخرى أهملت حدوثها؟

جزء من الإجابة يكمن في الأداء القوي للنشاط العقاري عمومًا- وليس فقط في العقارات السكنية. فقد استطاعت العقارات التجارية في كل البلدان

التي حققت طفرات سكنية أن تحصل على عائدات ضخمة؛ عائدات أعلى في غالب الأحوال من تلك التي تم الحصول عليها من سوق الأوراق المالية بين عامي ٢٠٠٢ و٢٠٠٦. فقد حققت فرنسا ٣٠٠ بالمئة وحققت المملكة المتحدة ٢٣٦ بالمئة خلال هذه الفترة. حتى اليابان التي لم تشهد طفرة في العقـارات السكنية، حققت مكاسب عالية، فقد حققت العقارات التجاريـة ٢٦٢ بالمئـة مقابل العائدات الأمريكية بنسبة ٢١٦ بالمئة. إن ما كان مشتركًا بـين هـذه البلاد هو سيطرة مؤسسات الاستثمارات العقاريـة- مـستودعات لأصـول عقارية يتداولها الجمهور. وغالبًا ما تكون هذه الأصول محتوية على وسيلة دفع عالية الفعالية. وقد حقق التزويد بهذه الوسائل أمرين أحـدهما تـسهيل تمويل الاستثمارات والآخر هو - بطبيعة الحال- تعظيم العائدات. وقد تـم إصدر قوانين داعمة لمؤسسات الاستثمارات العقاريـة فـي معظـم الـبلاد المتقدمة في الأعوام السبعة الماضية، بما يعني أن الزيـادة المـضافة فـي العقارات تمت بمساعدة أوعية استثمارية جديدة على الأقل.

هناك شيء مختلف فيما يتعلق بطفرات البناء السكني. فمعظم الطفرات التي حدثت في البلاد معتمدة بوجه خاص على الإقراض الدولي. ويبـدو أن العجز في الحساب الجاري قد حدث بصور خاصة لتعزيز أسواق الإسـكان في كل من إسبانيا والمملكة المتحدة وأيرلندا والولايات المتحدة وأسـتراليا. وكان لدى أقطار أوروبا الوسطى والشرقية كلها عجز في الحساب الجـاري وقت أن حدثت طفرات إسكانية. كما أشارت فرنسا إلى ما يدل على وجـود سوق قوية للإسكان لديها، ولكن بعد أن انخفض الفائض في حسابها الجاري

إلى ما دون الواحد بالمئة في عام ٢٠٠٣، وما إن بدأ الحساب الجاري يتجه ناحية العجز في الميزانية عام ٢٠٠٥ حتى تسارع هذا الانخفاض من جديد. وعلى العكس، فإن تلك البلدان المتطورة اقتصاديًا التي حققت فوائض ضخمة في الحساب الجاري– اليابان وألمانيا وسويسرا– لم تظهر أيّ دلالة من دلالات طفرة الإعمار الإسكاني.

المقترضون في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وإسبانيا وأيرلندا، وأخيرًا فرنسا، كانوا جميعًا مصممين جدًّا على زيادة أسعار مساكنهم التي اضطرتهم إلى الاقتراض من بلدان الفوائض الأجنبية.

لكن لماذا الإسكان تحديدا؟

هذا التفسير لا يقدم إجابة مقنعة لمسألة لماذا ترك مقرضو أقطار الفوائض أموالهم تتدفق إلى خارج بلادهم عامًا بعد عام، برغم المخاطر الكامنة في سوق الإسكان في بلد آخر. فنحن بحاجة إلى التسليم بأن المقرضين الأجانب كانوا شركاء؛ لديهم رغبة عارمة في النجاح السريع. وفي الواقع، يمكننا بكل تأكيد تقريبًا، أن نمضي أبعد ونقول أن طفرة أسعار السكن ما كانت لتحدث في الولايات المتحدة أو المملكة المتحدة أو أيرلندا أو إسبانيا بدون مقرضين أجانب ذوي إرادة قوية. لكن تلك البلدان التي تم إغفاليا إبان الطفرة، فقد قدمت لها إسهامات في مكان آخر وربما ما كان ممكنًا أن يوجد طفرة في الإسكان، بدون وجود اختلالات في الحساب الجاري. وبالتالي، ما كان ممكنًا أن يحدث تعثر في الإسكان.

وما من شك في أن التحديث المالي، مثل ضمان السندات برهن، قد ساعد على نقل الإقراض من أقطار الفوائض المالية إلى أقطار بلاد العجز المالي. لقد حوّل التحديث المالي قروض الرهن غير الملائمة إلى أوراق مالية جذابة تقدم تصنيفات جيدة وعائدات عالية نسبيًا. وأصبح من الممكن استعادة الفوائض المالية الألمانية والسويسرية واليابانية بكل سهولة في شكل محافظ مالية تقوم البنوك بتشغيلها بنفسها أو يتم بيعها للمستثمرين في تجارة التجزئة.

لكن نقل عمليات الإقراض من بلاد الفوائض المالية إلى بلاد العجز المالي صاحبها عجز في تنمية الموارد المالية في البلاد التي تمنح مدخراتها للأجانب. وقد كانت الأجور الواقعية راكدة تقريبًا في اليابان من ١٩٩٧ حتى ٢٠٠٧ حتى حين تحسنت أرباح الشركات. لكن الشيخوخة السكانية شجعت الشركات اليابانية على الإبقاء على معظم أرباحها واستثمارها في عمليات التسيير الذاتي للآلات استعدادًا لنقص اليد العاملة مستقبلا. وكانت الأجور الواقعية في ألمانيا جامدة غير متحركة بصفة عامة منذ إعادة التوحيد حتى عام ٢٠٠٨. وشهدت سويسرا كذلك نموًا منخفضًا في الأجور الحقيقية في معظم فترات العشرة أعوام الماضية.

كان الانخفاض في الأجور الواقعية يعني الانخفاض في الاستهلاك في كل هذه البلاد – وكما أن الاستهلاك يمثل جزءًا كبيرًا من إجمالي الزيادة في النمو، فإنه كذلك كان يعني النمو المنخفض. لقد كان الضغط الدوري على الأجور والاستهلاك قد بدأ، الأمر الذي عزز الحاجة إلى التصدير. وكان

الانخفاض في الاستهلاك يعني أن فرص الاستثمار أقل جاذبية داخل الوطن، وهو ما عزز عروض الاستثمار التي يقدمها الأجانب. ولذلك فإن أولئك الأكثر انفتاحًا لعملية الإقراض أخذوا نصيب الأسد من مدخرات بلاد الفوائض.

كانت الصين أيضًا بلدًا من أكبر بلاد الفوائض المالية. وهي كانت تختلف عن كل من ألمانيا واليابان في أن بكين استخدمت المدخرات التي تديرها الدولة بدلا من مدخرات القطاع الخاص للإقراض فيما وراء البحار – خصوصًا لأمريكا– لجعل النقود خاضعة للمراقبة. في ألمانيا وسويسرا واليابان كانت الشركات هي التي أوقفت زيادات الأجر الممنوحة للعمال. أما في الصين، فإن سياسة النقد الحكومي هي التي حرمت العمال من عائدات صادراتهم الناجحة. وفي كل الأحوال، كانت النتائج تستخدم لا لتحسين مستويات المعيشة للمواطنين ولكن لتحسين المعيشة في الأقطار الأخرى، خصوصًا الولايات المتحدة – ولو مؤقتًا.

المبادئ التجارية (المركنتالية) التي تقف وراء السياسات التجارية الألمانية والسويسرية واليابانية والصينية لم تكن مجدية لمشاريعها التجارية حتى النهاية. فكل هذه البلاد كانت مصدومة من انهيار التجارة العالمية الذي انتهى بالركود الاقتصادي في عامي ٢٠٠٨ – ٢٠٠٩. وقد أدى استمرار انهيار النشاط الاقتصادي في البلاد ذات الفوائض المالية إلى التدهور الاقتصادي في معظم بلاد العجز المالي. كما أن المنظومات المصرفية في كل من ألمانيا وسويسرا أصبحت مشلولة بسبب القروض الأجنبية غير المدرَّة للأرباح (الطرف المقابل للإقراض السابق)– حقًا إن الحذر لا يُعوّل

عليه(*). لقد كانت كل من ديفا وبنك سويسرا المتحد والبنوك التابعة للدولة الألمانية ضحايا للإقراض الطائش من جانب بنوك فردية.

يتعيَّن على الكم الضخم من الإقراض الأجنبي أن يجد مخرجًا، وكان المخرج المختار هو الإسكان

لقد اتسمت طفرات الإسكان في الولايات المتحدة وإسبانيا والمملكة المتحدة، وفي أيّ مكان آخر، بالإقبال على الاستثمار الأجنبي. وتعيَّن على الكم الضخم من الإقراض الأجنبي أن يجد مخرجًا، وكان المخرج المختار هو الإسكان؛ جزئيًا، لأن عائدات السندات المتميزة تم إصدارها لدعم الإقراض الذي يتيح أفضل العائدات قياسًا بالسندات المماثلة من مصادر أخرى.

كان الإسكان قد تم اختياره لأنه لم يكن هناك بديل آخر للكميات الضخمة من الاستثمار المطلوب. ووجدت الصين، بوجه خاص، أن فوائضها المالية تنمو سريعًا بمعدل لا تستطيع معه شراء ما يكفي من سندات الخزانة. وساعد المشتري المسيطر فعليًا على مزادات سندات الخزانة منذ عام ٢٠٠٣، فائض التجارة مع أمريكا، الصين على شراء الوكالات عن طريق أثر "المزاحمة"(**). وبمجرد أن تسللت الصين إلى صفقات الوكالات، سيطرت على هذا المجال أيضًا. وبحلول يونيه ٢٠٠٨، كانت الصين تمتلك

(*) ذلك لأن "الحذر لا يمنع القدر". (المترجم)

(**) Crowding out يعني "المزاحمة" أو "الإزاحة" أو "الإقصاء". وأثر المزاحمة 'Crowding out' effect مفهوم اقتصادي يرى أن الاقتراض الحكومي الواسع النطاق من جهات أجنبية يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة في سوق المال الداخلية ويقلل من فرص الشركات في عمليات التمويل والاستثمار– (المترجم).

٤٨ بالمئة من إجمالي إصدار الوكالات من الأوراق المالية المقيدة بضمان أصول مملوكة لجهات أجنبية و٢٣ بالمئة من إجمالي مديونية الوكالات المملوكة لجهات أجنبية. وحتى عهد قريب (يونيه ٢٠٠٤)، كانت الصين لا تمتلك إلا ٨ بالمئة من سندات الوكالات المضمونة بأصول مملوكة لجهات أجنبية. وبالإضافة إلى ذلك، يبدو أن دخول الصين تسبب في أن حملة سندات أجانب آخرين نقلوا استثماراتهم من الوكالات إلى أوراق مالية غير مسحوبة من الوكالة ومضمونة برهن عيني- أيّ إنها كانت تقوم بمزاحمة المستثمرين الآخرين وإزاحتهم نحو أصول محفوفة بالمخاطر.

سندات بأقنعة التصنيفات

نحن نعرف الآن أن هذه السندات غير المسحوبة من الوكالة أكثر خطرًا من السندات المسحوبة من الوكالة، لكن هذا لم يكن معروفًا بالضرورة أثناء فقاعة الائتمان الكبرى لأعوام ٢٠٠٣- ٢٠٠٧. وكانت وكالات مثل موديز وإستاندرد آند پورز وفيتش تصنف معظم السندات، سواء في ذلك السندات الممتازة (**prime**) من الدرجة الأولى أو سندات الرهن العقاري (**subprime**) التي لا تعتبر من فئة الدرجة الأولى، باعتبارها تصنيفات ممتازة جدًا (**AAA**). ولقد عرفنا كل هذا من قبل، وفي الفصل السابق فهمنا كيف تعمل وكالات التصنيف، وأن علاقتها جوهرية في دعم الاستثمار في مجال ضمان سندات الإسكان. ونكرر مجددًا أنه بدون موافقة هذه الوكالات، ما كان من الممكن أن يتولد دافع لدى المستثمرين- بما في ذلك البنوك التي تعين عليها في النهاية أن تستسلم لأزمة الائتمان- لتوظيف الأموال في هذه المنتجات.

مؤامرة التمويل الإسكاني

لقد رأينا كيف أنه يتعين على أعضاء المجتمع الحر الإرادة أن يهتموا بجودة الإسكان أعضاء مجتمعهم كافة. وتتمثل مؤامرة العقد الماضي في أن هذا الأمر إما أدى إلى تشويه الأولويات المحلية في توزيع القروض على الذين لا يمكنهم الحصول على القروض بطريقة أخرى أو إلى تشويه الاستثمار الدولي.

وقامت وسائل الإعلام، بدون استثناء تقريبًا، بتصوير الإسكان كقضية محلية، في حالة التوسع الإسكاني عند الرواج وفي حالة التعثر معًا. وتكدست مشاكل المقترضين المحليين والصعوبات التي تواجه البنوك المحلية كل العناوين الرئيسية تقريبًا. غير أن هذا لا يثير الدهشة، فهناك عنصر محلي أساسي في مكونات الأزمة، وستكون هناك معاناة محلية تحول دون التزويد بعناوين رئيسية عن النتائج التي ستعقب الرواج.

لكن التأثيرات الأكثر أهمية انتشرت على نطاق العالم، فلم تعد مؤامرة الإسكان يشار إليها باعتبارها مسألة تخص العلاقات السياسية لمؤسسات مثل الوكالات الأمريكية للرهن بل أصبح يُنظر لها مشكلة في بنية تدفقات الرأسمال العالمي. وبدون إسكان مزدهر وسوق لضمان السندات برهن يتم فيها استثمار الفائض التجاري، كان من الممكن للصينيين أن يطرقوا سبيلاً آخر للاستثمار. وربما كان هذا يعني شراء أسهم أو عقد صفقات مباشرة لشراء شركات أو عقارات. وكان من الممكن أن تؤدي الكميات المستخدمة إلى حدوث مشاكل للصينيين كما حدث عند محاولاتهم شراء الشركات الأمريكية المحلية.

كان لدى نفس القوى الرأسمالية الدولية تأثير مشابه قبل الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧. فهناك، أيضًا، كان لابد أن يجد ازدياد العجز في الحساب الجاري مخرجًا، ذلك العجز الذي أحدثه بصورة جزئية الإقراض الأجنبي الضخم لهذه البلاد. وهناك، أيضًا، كانت الملكية العقارية التجارية والإسكانية معًا، هما اللتان عززتا الوعاء الاستثماري.

ويبدو أن الملكية العقارية تقوم بمهمة استثمار الملاذ الأخير بالنسبة للمنظومة المالية التي تفيض بالسيولة. وربما يكون هذا طبيعيًّا. ومع أن الملكية العقارية لا تنتج الثروة فإنها شرط أساسي لأسلوب مقبول للحياة. وبوسع رجال السياسة دائمًا أن يجدوا سببًا لتوسيع رقعة الدعم المالي لتمويل الإسكان المناسب بحيث يصل هذا الدعم إلى أفراد المجتمع المحرومين من القروض العادية، بل يجب أن يفعلوا ذلك. ولما حدث التدفق المالي الذي لا مفر منه- كما حدث في أمريكا وإسبانيا بالإضافة إلى ما حدث في تايلند في منتصف تسعينيات القرن الماضي- بدا أن توجيه هذه الأموال إلى أولئك الذين غالبًا ما تم حرمانهم من قروض الرهن هو الخيار الجذاب. وبدلا من الاستفادة من الإقراض الدولي المضاف، بل نتيجة له، فإن الكثير من الأمريكيين، إن لم يكن معظم أصحاب الدخول المنخفضة والمتوسطة ممن حصلوا على صكوك الرهن، فقدوا منازلهم فيما بعد وربما فقدوا أيضًا الثقة في الحلم الأمريكي، الذي كانت حملات الدعم الحكومية تروج له. وفي أوروبا، فإن الحماس الذي أبداه البنك المركزي الأوروبي للإقراض عبر الحدود من خلال الترويج لفقاعات الإسكان الإسبانية والأيرلندية الهائلة أدى إلى تعريض المشروع للخطر.

ويجدر بنا أن نقتطف هنا شيئًا مما قالته تاتشر حول الأزمات الآسيوية على ضوء ماحدث في أمريكا نفسها:

'البحث فيما حدث فعلا في كل من روسيا والشرق الأقصى يبين أنـــه، في كل الحالات الشديدة الأهمية، كانت هناك أسباب في غايـــة القـــوة لـــدى المستثمرين؛ لأن يتملكهم الرعب، تلك الأسباب التي ترتبط بالعديد من عيوب النظم السياسية لحكومات تلك البلاد. عدم وجود شفافية كافيـــة. المحـــسوبية والفساد، النزعة النقابوية corporatism، ثبـــات أســـعار الـــصرف عنـــد مستويات غير واقعية- هذه وغيرها من العوامل الداخلية أدت إلـــى حـــدوث الكساد. وكانت هذه المآخذ قد انكشفت، لكن سببها لم تكن "العدوى"... إنهـــا المشاكل التقليدية للفشل الحكومي. إنها لمْ تكن بالأساس مشاكل تتعلق بفـــشل السوق'.

والكثير من نفس هذه العوامل، بما في ذلك دور المحـــسوبية وعـــدم وجود الشفافية الكافية وثبات أسعار الصرف، يمكن أن يقـــال عـــن انهيـــار الإسكان في كل من أمريكا وبريطانيا وأيرلندا وإسبانيا.

الهوامش

(1) Edward M. Gramlich, at the Fair Housing Council of New York, Syracuse, New York, 14 April 2000

(2) Report slams Fannie Mae, David S. Hilzenrath, 23 September 2004, Washington Post.

(3) Testimony of Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 24 February 2004.

(4) Testimony of Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 24 February 2004

(5) Statement by Fannie Mae, Update on Capital Plan and Accounting Issues, 23 February 2005.

(6) Christopher Mayer and R. Glenn Hubbard, House Prices, Interest Rates and the Mortgage Market Meltdown, 2008.

الفصل العاشر

ليس كل شيء سيئًا: الأزمات المالية وفوائدها

لا بأس من الهزيمة داخل الحلبة أو خارجها
البأس كل البأس أن تظل منهزمًا.

محمد علي

كان روبرت زوليك Robert Zoellick مدير البنك الدولي قد حذر من أن تؤدي الأزمة المالية إلى 'مخاطر أزمة بشرية واجتماعية كبيرة لها عواقب سياسية.'[1] ولسوء الحظ، ستستمر الأخبار المروعة لبعض الوقت.

فترات الركود التي أحدثتها الأزمات المالية عادةً ما تكون أقسى من فترات الركود العادية، وتستمر لفترة طويلة. وتبدو مشاكل القروض في فترات الركود المعتادة جيدًا بعد أن يكون الانكماش الاقتصادي قد بدأ، وتشير في بعض الأحيان إلى أن الأمر يقترب من نهايته. ومن الناحية الأخرى، تبدأ المشاكل المالية مع المشاكل الاقتصادية؛ فرفض الائتمان يؤدي إلى الركود على النطاق الأوسع للاقتصاد. أما إذا كانت مشاكل الائتمان كبيرة لدرجة

تحدث معها أزمة، فإن ذلك يعني أن التوصل إلى الائتمان في النطاق الأوسع للاقتصاد سيكون صعبًا بالنسبة إلى الشركات الرابحة والخاسرة جميعًا. ولذلك فإن الأزمة الاقتصادية قد تؤذي أو تدمر الشركات التي تضيف بصورة أو بأخرى إلى ثروة الوطن في الأجل الطويل. وقد تختفي الصناعات والمهارات إلى الأبد.

إن تقديرات تكلفة الأزمة الحالية تتجاوز ٤ تريليونات دولار؛ ويساوي عشر الناتج المحلي الإجمالي لبلاد العالم، بما يعكس النطاق الدولي للمشكلة. ومن المتوقع أن تخسر البنوك وحدها ٢,٨ تريليون دولار. كانت الأزمات المصرفية في وقت سابق عبارة عن النقص الشديد في الأموال. كارثة مالية بهذا الحجم أكبر من قدرة أيّ شخص تقريبًا على فهمها. المؤشر في بعض البلاد مرعب؛ فالبطالة تتزايد في إسبانيا إلى ما يقترب من ٢٠ بالمئة، وينخفض إنتاجها الصناعي بنسبة الربع سنويًّا. ودفع الانخفاض في التجارة العالمية التي تعتمد عليها كل من اليابان وألمانيا بالبلدين إلى ركود عميق، مع أن أيًّا منهما لم تضطلع مباشرةً بدور في طفرة الإسكان. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الجرائم المضادة للملكية العقارية عادةً ما تزيد في فترات الركود.

التكاليف ليست مقصورة على المنظومة الاقتصادية. فالحكومات تتعاون بشكل دائم تقريبًا مع البنوك لنقل صكوك الدين إلى النشاط المصرفي. لكن نقل صك الدين من القطاع المصرفي إلى الحكومة يتطلب أدوات لتعديل أولويات الحكومات، وأولويات مجموع السكان ككل، تلك الأدوات المؤهل لها البعض منا. وتكلفة إصلاح البنوك ضخمة لدرجة أنها تصرف الانتباه عن

موارد مالية كان من المفترض إنفاقها في الصحة أو التعليم أو البنية التحتية أو الدفاع. وكذلك فإن الثمن الاجتماعي غالبًا ما يكون أعلى من الفاتورة الأولية لإصلاح المنظومة المصرفية؛ فإن اختفت الصناعات يمكن أن تزيد البطالة لفترة طويلة وقد لا يحصل بعض العمال أبدًا على وظائف مرة أخرى.

قد يكون التغيير أمرًا سياسيًا كما أنه مالي. فالثقة التعاقدية التي هي أساس النقود والأساس في بناء المجتمع تكون مهتزة. والثمن السياسي في أعقاب الأزمة المالية يكون نتيجة طبيعية لأهمية النقود والعمل المصرفي في أنحاء المجتمع. وفي الانتخابات الرئاسية الأمريكية لعام ٢٠٠٨، لقي الحزب الجمهوري هزيمة منكرة. وهوجمت الطبقة السياسية. بكاملها في المملكة المتحدة. وتوحي صناديق الاقتراع أن الرئيس الفرنسي نيكولاس ساركوزي Nicolas Sarkozy خسر بسبب قصور الخدمات نتيجة للأزمة، مع أن الدولة قد تفادت معظم المشاكل.

هناك أيضًا ثمن اجتماعي بالمعنى الواسع للكلمة؛ ففي ثلاثينيات القرن الماضي اتخذ تحرير الأمريكيين السود شكلا معاكسًا في الولايات الجنوبية. فقد زاد التمييز العنصري في الجنوب، وبطريقة وحشية في بعض الأحيان. وقد كانت الطبقة السياسية أضعف من أن تقوم بوضع حد للعنصرية التي أصبحت كامنة في السياسة المحلية وسياسة الدولة. وقد استمر الوضع على هذه الحال لمدة ثلاثين عامًا أخرى لاتخاذ خطوات حقيقية في مجال الحقوق المدنية للأمريكيين من أصل إفريقي.

ومع أن روح ما بعد الأزمة الاقتصادية ظلت مستمرة بتأثير النزعات التي كانت قائمة قبل الأزمة، وعلى الرغم من أن التجربة كانت مؤلمة في أحوال كثيرة، فإنه ربما تكون الأولويات قد تم تعديلها. فإن كان هذا كافيًا تمامًا، فإنه يمكن بطبيعة الحال أن يؤدي إلى تغيير جذري في مؤسسات الدولة. لكن يبدو أن الفترات التي تعقب الأزمات المالية مزيج غريب بين القديم والحديث. وقد سارت الطفرة غير المدعومة في طريقها الطبيعي، فجاءت بالكارثة وبنتائجها. ولكن، برغم أنه لا يوجد عادةً ميل طويل الأجل لنبذ الماضي بصورة كاملة، فإن ردود الفعل الحاضرة قد توحي بغير ذلك فصكوك الدين يتعين سدادها أو إنكارها. وقد ساعد على تغيير الضوابط القانونية نتائج مختلطة وغير متوقعة. وعادةً ما كان يتم تعديل التحيزات السياسية، وبصورة مؤقتة غالبًا.

مثلما هو الحال في الكثير من المنظومات البيئية، يحدث 'انقراض شامل' في أعقاب الاستقرار النسبي في الاقتصاد

كما يحدث في الكثير من المنظومات البيئية، يحدث في أعقاب الاستقرار النسبي في الاقتصاد 'انقراض شامل' يجعل في إمكان المؤسسات الأحدث والأكثر ذكاءً أن تنال موقعًا أكثر أهمية في المنظومة. لكن حياة الجزء الأعظم من المنظومة تتواصل. ونظرًا لأن هناك رابطًا بين الفترة الطويلة من المعدل المنخفض من التضخم والمعدل المرتفع من النمو فيما بين عامي ١٩٩٢ و٢٠٠٠، فإن مستوى الارتباك الذي أحدثته أزمة النشاط المصرفي قد يكون أعلى في هذه المرة. وقد يكون الارتباك أيضًا أشد وطأة

نظرًا لطبيعته العالمية. غير أن الكثير من الأزمات المالية تحدث ارتباكًا شديدًا للمجتمع لمدة قصيرة نسبيًا– ما لم تكن الأزمة نفسها جزءًا من السلوك 'العادي' للمجتمع، مثل: الأرجنتين أو اليابان. وبعد أربعة أعوام– وقد كانت لدينا حالتان من قبل– بدأت عملية التصحيح طويلة الأجل، وكانت استعادة الحالة الطبيعية جليَّة بصفة دائمة.

فإذا كانت الأزمات تعمل على تعميق السمات والاتجاهات القائمة، بدلا من أن تمهد السبيل إلى إعادة صياغة شاملة لنظام المجتمع، فإن ذلك النظام قد يكون مريحًا لكثيرين ولكن مربكًا أيضًا لأولئك الذين يرون أن المشاكل كامنة في 'الأساليب القديمة'. وليس هناك ما يضمن أن المشكلة التي أحدثت الأزمة ستكون ثابتة في حجمها في أعقاب الأزمة، أو ثابتة في تأثيرها. فغالبًا ما تكون البنيات الاجتماعية وهياكل النشاط التجاري المنبثقة عن بقايا الأنساق التي كانت قائمة من قبل ذات سمات متشابهة. ويمكن أن تعود نفس النخب إلى الظهور من جديد وتحاول إجراء تعديلات على الأسلوب القديم في معالجة الأمور. إن نتائج أيّ أزمة غالبًا ما تحدد طريق الأزمة التالية.

غير أن عملية الاستمرار قد تكون ضرورية لدعم عملية التصحيح، وغالبًا ما تحرص الاتجاهات الاجتماعية التي كانت قائمة قبل الأزمة على الاستمرار وتزداد أهميتها. هذا يصدق على التغيرات التكنولوچية بصفة خاصة. فبعض التكنولوچيات، وبخاصة وسائل الاتصال، ربما يكون لها دور في الأزمة، لكن تاريخ القرنين الماضيين يبين أن هذه الوسائل تنبثق أخيرًا باعتبارها أهم صناعات عالم ما بعد الأزمة.

إن عملية الاستمرار قد تؤدي إلى زيادة المكاسب والتكاليف معًــا؛ أو على الأقل، فإن الأوضاع التي أدت إلى الأزمة قد تؤدي أيضًا إلـــى توليــد المكاسب في المدى الطويل. وقد ساعدت الأزمـــة المـصرفية فـــي الــبلاد الإسكندناقية في أوائل تسعينيات القرن العشرين على إعادة توجيه الطاقــات القومية بصورة مباشرة لترتكز على التكنولوچيا العالية، خصوصًا في مجال الاتصال بالموبايل وصناعة شبكات وبرامج الكمبيوتر؛ ذلك الاتجاه الذي كان قد بدأ فعلا قبل أزمة عام ١٩٩٠. وكما قد يعلم الجميع، اهتمت هذه الــبلاد بصناعة نوكيا. لقد أصبحت فنلندا واحدة من قادة الدول في مجـــال أجهــزة الموبايل. وكانت البلاد الإسكندناقية كلها مهيأة تمامًا لاستيعاب الإنترنت ولأن تكون بين أعلى بلاد العالم في استخدام الخـــدمات عـــن طريـــق الاتـــصال بالإنترنت.

لكن الأزمات ليست مجرد استمرار الحياة المعتـــادة، بـــل مؤشـــرات للتغيير. فقد تتغير منطلقات الاتجاه السياسي الأساسي. وتبرز أحزاب جديدة وتختفي أحزاب قديمة. كما أن سلطة وسائل الاتصالات الجديدة؛ التي كثيـــرًا ما تصاحب الطفرات والأزمات المالية، تتيح للمجموعة السكانية المـــشاركة السياسية التي لم تكن متاحة من قبل.

وفي النهاية، وخلافًا للطريقة المألوفة للنظر إلى التكاليف والمكاســـب، فإن المكاسب قد تصل قبل التكاليف– العولمة، تـــضخم منظومـــة التجـــارة العالمية، السلع الإلكترونية الرخيصة، الاتصالات عـــن طريـــق الموبايـــل، الحوسبة المعدة لاستخدام الجميع.. إذا كان السبب في أزمة العمل المصرفي

هو- إلى حدٍّ ما- التقدم في تكنولوچيا الاتصال والأفكار والتحيزات السياسية الجديدة التي صاحبتها، فإننا قد نجتني قدرًا من المكاسب قبل الانهيار المالي، بما في ذلك الأرباح المكسوبة من التجارة الدولية. فهل ينبغي علينا أن نقاوم إغراء مصادرة المكاسب للصالح العام بسبب التكاليف؟ الرجوع إلى العزلة القومية التي كانت سمة عدد من البلاد في العامين الماضيين يجب العدول عنه بكل تأكيد، وقلب اتجاهه بقلب مفعم بالأمل- لدواع اقتصادية تمامًا.

غير المدعوم ظلٌّ بلا دعم

بعد عشرين عامًا من التصرف باعتباره 'مستهلك الملاذ الأخير' لكل العالم، لم يعد الشعب الأمريكي لديه مدخرات للاستهلاك بصورة مطردة- وربما لن يكون لديه لسنوات عديدة. وقد يؤدي فقدان الوظائف إلى طول أمد الادخار. وقد وصلت البطالة في الولايات المتحدة إلى أعلى مستوى لها منذ عام ١٩٨٣، ومن المحتمل أن تزيد بمقدار كبير. وارتفع عدد الذين تركوا القوى العاملة؛ لأنهم أصيبوا بخيبة الأمل إزاء العمل المتاح. ولهذا عواقب طويلة الأمد تتعلق بالأسلوب الذي يعمل الاقتصاد الأمريكي وفقًا له.

إننا نعرف ما الذي يمكننا توقعه. لقد كان هناك عدد كبير من الأزمات منذ عام ١٩٧١؛ فنحو إحدى عشرة بلدة في المتوسط كل عام قد أصيبت بسلسلة متلاحقة وغير مسبوقة من الأضرار، إما عن طريق النشاط المصرفي أو الأزمات النقدية. وطوال العشرينيات، كانت الأزمة الاقتصادية الكبرى على أشدها، فكان ثمة ما لا يقل عن خمس دول قد طالتها الأزمة في

الفترة الواحدة. وكانت البلدان المتطورة اقتصاديًا، إلى حد كبير، هي الاستثناء الوحيد؛ وقد حدثت أكثر من عشرة بالمئة من المتوسط الحالي للأزمات السنوية في البلدان النامية. وتعطينا البلاد الإسكندناقية واليابان المؤشرات التي يمكن التعويل عليها دون غيرها بشأن الأسلوب الذي تسير عليه الدول المتطورة اقتصاديًا.

العزيزتان القديمتان: إستوكهولم- وهلسنكي

من منتصف ثمانينيات القرن الماضي حتى عام ١٩٩٠، شهدت كل من النرويج والسويد وفنلندا طفرات مالية مع الكثير من سمات الطفرة الحالية في الولايات المتحدة وأوروبا. وقد أتاحت سياسة رفع القيود عن المنظومة المالية في ذلك الحين للبنوك المحلية القدرة على المنافسة، مما شجع على إعطاء قروض للإسكان التجاري والسكني. وانقلبت الطفرة إلى تعثر مع الانكماش العالمي لعام ١٩٩٠. وفي الوقت الذي كانت الولايات المتحدة تواجه فيه مشاكل مع البنوك، كانت البلاد الإسكندناقية تعاني من انهيار سوق الجملة.

وبدأ الاتحاد السوفيتي الإصلاح من منتصف الثمانينيات على أساس البيريسترويكا perestroika (إعادة البناء) والجلاسنوست (الانفتاح openness)(*). وقد أدى التفاؤل الخاص بانتهاء تقسيم أوروبا إلى زيادة الثقة الاقتصادية العالية من قبل في البلاد الإسكندناقية. وقد كانت البلاد الإسكندناقية ضمن الفئة الأولى المستفيدة من دفء العلاقات بين الشرق والغرب.

(*) الجلاسنوست glasnost كلمة روسية على الأرجح، وتعني- على الأرجح أيضًا- 'المصارحة' أو 'المكاشفة'. (المترجم)

وفي عام ١٩٨٩، أعلن الرئيسان چورچ بوش رئيس الولايات المتحدة وميخائيل جورباتشوف رئيس الاتحاد السوفيتي نهاية الحرب الباردة. وكان الإنفاق على الدفاع في السويد ينهار كجزء من الناتج المحلي الإجمالي، وكانت الحكومة توجه الطاقة الإنتاجية الشاردة إلى التصنيع المدني. وكان مصطلح 'حصة السلام' **peace dividend** قد تم صكه في عام ١٩٩٠ وتبنيه بحماس شديد في البلاد الإسكندناڤية. وظلّ الإقراض المصرفي، الذي كان قويًا من قبل، ينمو بقوة كما كان في الماضي. وارتفعت أسعار الإسكان التجاري والسكني بحدة مع زيادة الاستدانة **indebtedness**.

لم تسلك الأحداث مسلكًا مستقيمًا إلى النظام العالمي الجديد كما تصور الغرب. فقد انهار الاتحاد السوفيتي عام ١٩٩١ وانهار معه أكبر مستهلك لصادرات فنلنده. وانخفضت التجارة الفنلندية مع روسيا بنسبة ٧٠ بالمئة عام ١٩٩١. وعانت البنوك التي كانت تتعامل من قبل بإفراط واسع النطاق مع الملكية العقارية معاناة شديدة. كانت السويد أقل عرضة من الاتحاد السوفيتي، ولكنها كانت عرضة للانكماش الحادث في فنلنده. ومعنى انفتاح البلاد الإسكندناڤية الثلاثة ودرجة الفعالية المفرطة لوسائل الدفع أن انفجار فقاعة ملكيتها العقارية كان مصاحبًا لأزمة البنوك (وشركة التأمين). وقد اتبعت الثلاث دول إستراتيجيات مماثلة: إنشاء 'بنك متعثر' **bad bank** وتأميم العديد من الشركات المانحة للقروض.

وكابد الأداء الاقتصادي انهيارًا مروعًا. زادت البطالة على نحو مفاجئ. فلقد كانت معدلات البطالة منخفضة في الدول الثلاث إلى أن حدثت الطفرة المالية في الفترة من ١٩٨٧-١٩٩٠، وهي الفترة التي شهدت

انخفاض معدلات البطالة لتصل إلى صفر تقريبًا (فقد انخفض معدل البطالة في السويد إلى ١,١ بالمئة في يونيه ١٩٨٩، ووصل في فنلندا أيضًا إلى أدنى مستوياته بمقدار ٢,١ بالمئة في نفس الشهر، وانخفض المعدل في النرويج إلى ١,٧ بالمئة مع نهاية عام ١٩٨٦).

ومن ١٩٩١ فصاعدًا، شهدت الدول الثلاث تقلصًا هائلا في النمو الاقتصادي وارتفاعًا كبيرًا في العاطلين وارتفعت نسبة العاطلين في السويد إلى ٩,٤ بالمئة في أغسطس ١٩٩٣. أما فنلندا، ذات الاقتصاد الأقل حجمًا من اقتصاد السويد والروابط التجارية الوثيقة مع الاتحاد السوفيتي المتفكك، فقد عانت الكثير جدًا من الأزمة المالية للسنوات الأولى من عقد التسعينيات. فبين عامي ١٩٩٠ و١٩٩٣، تقلص الناتج المحلي الإجمالي للدولة الفنلندية بمقدار ١٣ بالمئة، وفي عام ١٩٩٤ زادت البطالة من ٣,٥ بالمئة إلى ٢٠ بالمئة. ولم تعد لا السويد ولا فنلندا إلى المستويات المنخفضة من البطالة التي اعتادتا عليها قبل الأزمة. ونجحت النرويج في تقليص نسبة العاطلين عند ٦,٢ بالمئة. ولأن الدولة كانت مدعومة بأموال ضخمة تأتيها من صناعة النفط، فقد عاد تشغيل العمالة جزئيًا ليصل أخيرًا إلى نحو ٣ بالمئة. وهذا لم يحدث في أيٍ من السويد أو فنلندا لأعوام كثيرة.

وظلت التجربة الإسكندناڤية رد
فعل نموذجيًا للأزمة المصرفية

لقد ظلت التجربة الإسكندناڤية رد فعل نموذجيًا للأزمة المصرفية. فالسرعة التي تفاعلت بها السلطات، والجهود التي بذلت لتخليص البنوك من ديونها المتعثرة، تمت دراستها من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي والحكومة

الأمريكية وغيرهما باعتبارها درسًا لأفضل أسلوب لمعالجة الانهيار المالي. إن أزمتيْ السويد وفنلنده كانتا 'أفضل الأزمات المالية'، بالتأميم السريع والمحاسبة المتسمة بالشفافية للمشاكل وتأسيس صناديق خاصة لمعالجة الأصول الصعبة الحل. وفي غضون خمسة أعوام، كان قد تم إزالة آثار النكبة، وأخذت معدلات النمو ترتفع من جديد بصورة أقوى من جاراتهما الأكبر حجمًا- وبخاصة ألمانيا.

راكضون وهم يرددون أناشيد الثورة

مع أن التجربة الإسكندناقية ربما كانت 'أفضل أزمة مالية' ونحن نتأمل في الأحداث بعد وقوعها، فإنها برغم ذلك دمرت الحزب الديمقراطي الاجتماعي الحاكم في السويد. لقد أتاحت للفكر السياسي الآخر الدخول في المعترك السياسي لأول مرة منذ الحرب العالمية الثانية، وظهرت الأفكار الليبرالية والسوق الحرة باعتبارها البديل التقليدي للأفكار (الأرثوذكسية) السابقة. وكانت سياسة الرفاهة، حجر الزاوية في السياسة السويدية منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، مربكة للوهلة الأولى. كما أن حيادية ومركزية سياسة الدفاع كانت تطل برأسها من الرف. وكان من الممكن أن تحدث تغيرات في كلتا السياستين بدون انهيار البنوك السويدية، لكن الوقائع عجلت بزوال هذين المبدأين العالقين بالذهن.

كان التغير السياسي الأمريكي قد بدأ فعلاً بعد الأزمة الأخيرة، ولكن في هدوء نسبي. وربما كان باراك أوباما **Barak Obama** يمثل التغير

الجذري في تاريخ الأمريكيين من أصل إفريقي، لكن مبادئه السياسية تمثل تواصل الضغط نحو أوضاع استثنائية. والواقع أن إحدى علامات تواصل الثقة السياسية هي استمرار الانتقاد السياسي الحزبي. والجمهوريون على الرغم من حجم الضرر المالي الذي لحق ببلدهم مستمرون في تقديم نقد سياسي ذي صبغة حزبية للإدارة الحكومية.

يبدو أن التغير أشد تدميرًا في المملكة المتحدة، حيث تم الهجوم على الطبقة السياسية كلها. فقد بدت حكومة غوردون براون أول الأمر كما لو أن بوسعها استخدام الحاجة الماسة إلى الأموال لإعادة صياغة نفسها كحامية للمصلحة القومية. كان الخطاب الشعبي قصيرًا، ومع بداية عام ٢٠٠٩ كانت الفوضى السياسية تضرب بأطنابها حتى إن الحكومة الفعلية كانت معطلة تمامًا. وبدا كما لو أن هناك تغيرًا سيحدث في المسئولية التعاقدية بين الناخبين ورجال السياسة.

ومما يثير الدهشة أن الطبقة السياسية الأكثر تضررًا كان يبدو في أعقاب الأزمة أنها ليست تنفيذية بذاتها، بل الهيئة التشريعية، غرفتا البرلمان، هي التي تواصل اتجاهها نحو نظام الحكم الرئاسي الذي ظهر بصورة غير رسمية منذ انتخاب مارجريت تاتشر عام ١٩٧٢. وعلى الرغم من أن النقد الحديث للبرلمان- خصوصًا بسبب الخطايا المالية مثل مزاعم الإنفاق الجائر- كان قد عمقه الانهيار الاقتصادي الأخير للمنظومة المصرفية البريطانية في أواخر عام ٢٠٠٨، فإن الاتجاه الطويل الأجل كان بعيدًا عن تمثيل جمهور الناخبين لبعض الوقت.

يعترف بعض السياسيين البريطانيين بالصلة بين الأزمة المالية وما هم فيه من ورطة. وقد قام داڤيد كاميرون، زعيم حزب المحافظين المعــارض، بتلخيص الثقة التي يفتقدها رجال السياسة وربط ذلك بصورة جلية بالأزمــة المالية:(٢)

"لا شك في أن الدافع المباشر للغضب الموجــه ضــد الإنفاق هو الإدراك لما كان يفعله بعض أعضاء البرلمان فعلاً إزاء أموال دافعي الضرائب. لكن السبب الأساسي، على مــا أعتقد، هو شيء مختلف. إنه، في الواقع، نفس الشيء الذي أغضب الناس كثيرًا بشأن رجال البنوك الذين أصبحوا أثرياء في الوقت الذي كانوا يدمرون فيه الاقتصاد... وعندما يتعلق الأمر بالأشياء التي نريدها من العلوم الـسياسية والحكومــة والدولة- يكون هناك شعور غامض بأن الـسلطة والقيــادة تتلاشيان؛ الاستيلاء على ما أصبح فــي حوزتــك بواســطة شخص آخر يستخدم نفوذه لتحقيق ما يريد. ثم حــين يــرى الناس أن أعضاء البرلمان لا يتحصلون فقط بــل لا يزالــون يعللون النفس بالأمل... كان رجال البنوك يحصدون أرباحهم وهم يدمرون الاقتصاد... والبيروقراطيــون الــذين لا تــتم معاقبتهم أبدًا على عدم كفاءتهم... يــرون أن العــالم قــائم لصالح النخب النافذة، ويستــشعرون غــضبًا رهيبًــا ولكــن عاجزًا".

جاءت الأعوام الأولى من التسعينيات بالتغيير السياسي حتى بالنسبة للبنية السياسية القديمة في السويد وفي يوليه ١٩٩١، تقدم رئيس الوزراء السويدي إنجفار كارلسون **Ingvar Carlsson** بطلب الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي. وكان تماسك الكتلة الاقتصادية دافعًا قويًا للانضمام- إغراءً بشيء أكثر صلابة.

غير أن طروح كارلسون على الاتحاد الأوروبي لم تكن كافية على الإطلاق لإنقاذ الحكومة. لقد أتت انتخابات عام ١٩٩١ في السويد إلى السلطة بحكومة حزب التجمع المعتدل (اليمين الليبرالي) برئاسة كارل بيلت **Carl Bildt** الذي ألقى مسئولية الانهيار الاقتصادي على سياسات الحزب الديمقراطي الاشتراكي. وقد تلقى كارل بيلت دعمًا كافيًا لمواجهة فوضى البيع بالجملة الذي اتسم به النموذج السويدي. لقد كانت الشركات المحتكرة للسلع مفككة والتعريفات(*) منخفضة. وتحت ضغط من الممولين الدوليين، بما في ذلك صناديق المضاربات، تم تعويم الكرونا(**). وزادت نسبة البطالة عن مستوياتها العالية أصلا. وقد أشار الاقتصادي السويدي وأحد رجال السياسة السويدية كارل هاملتون **Carl Hamilton** إلى أن الركود الذي صاحب تفكيك بيلت للنموذج الاشتراكي الديمقراطي كان بسبب سوء الأزمة المالية نفسها؛ لقد كان 'تدميرًا للبشر والاقتصاد لا مثيل له في تاريخ السويد كله'.

بدأت المفاوضات للانضمام إلى الاتحاد الأوروبي في فبراير ١٩٩٣ واكتسب استفتاء الشعب على الدخول في العام التالي دعمًا أكبر كثيرًا عما تم

(*) الأسعار والأثمان والأجور والرسوم وما إليها. (المترجم)

(**) العملة السويدية. (المترجم)

إقراره في السنوات الأسبق. وكانت العزلة والحيادية أقل جاذبية بكثير منهما في أعقابِ الحرب الباردة وانفجار الفقاعة المالية. إن حكومة الاشتراكية الديمقراطية 'كانت قد افتقدت الثقة التي تمكنها من إدارة الاقتصاد القومي. فقد تخلت عن أسلوب التوظيف الكامل للعمالة واعتمدت أسلوب تثبيت الأسعار كنظام رئيسي في السياسة الاقتصادية. وفي هذه المرحلة، فإن العضوية (في الاتحاد الأوروبي) أصبحت فجأةً جذابة كحل لاستمرار التراكم الرأسمالي بعد فشل كل من الكينزية(*) و'الطريق الثالث.'(٣)

ليس واضحًا إلى أيّ شيء يمكن أن تنضم أمريكا أو بريطانيا لإزاحة الأزمة الداخلية، وذلك في الوقت الذي تتحدى فيه الأزمة الحالية، بخلاف الأزمات في الماضي، الرأسمالية الليبرالية بدلا من أن تدفع القادة السياسيين باتجاهها. وكان القرار السويدي تخليًا صريحًا عن الذاتية الإسكندنافية التي كانت تشكل السياسة. كما أنه كان رمزًا للتكامل الدولي. لقد كانت وزارات الحكومة السويدية التي اعتمدت قرار الانضمام للاتحاد الأوروبي هي تلك الوزارات الوثيقة الصلة بالتجارة الدولية، مثل وزارة الخارجية. أما تلك الوزارات التي كان يتعين عليها أن تعالج المشاكل المحلية للأزمة المالية- مثل وزارة العمل- فلم يُرجع إليها في هذا الأمر. وفي أعقاب الأزمة المالية الأخيرة، فإن الإجماع على السياسة المبنية على قاعدة السوق قد تم إهدارها

(*) النسبة إلى جون مينارد كينز. وترى الكينزية أن الحكومة تستطيع محاربة البطالة والكساد في فترات الركود الاقتصادي وذلك من خلال الطلب الكلي على السلع. (المترجم)

دون أن يكون هناك أيّ بديل عملي؛ فليس هناك سبيل سياسي لطرح طوق للنجاة. أما 'الطريق الثالث' للسياسة فهو مرتبط منذ عهد قريب جدًّا بكل من كلينتون وبلير، والاشتراكية القديمة الطراز ثبت أن أخطاءها مؤلمة للغاية لكل من يفكر بجدية في العودة إلى نموذج الإدارة الحكومية.

لابد أن العلاقات القديمة وجدت معارضة شديدة. ففي أوائل التسعينيات لم يتم الرجوع لا إلى الفلنديين ولا إلى النرويجيين قبل تقديم طلب الانضمام السويدي للاتحاد الأوروبي. لقد 'بوغت قادة الدولتين بتلك الخطوة. بل قد أشار الرئيس [ماونو **Mauno**] كويفيستو **Koivisto** [رئيس فنلنده] إلى أنه أحس أن السويد لم تكن تفضل أن تقوم فنلنده بهذه الخطوة حتى تكون السويد قد سبقت جارتها الشرقية إلى تقديم الطلب... ومن قبيل التحدي للقفز المتواصل من جانب الحيادية السويدية، أدى انهيار نظام الحرب الباردة إلى تيسير المطلب السويدي.'(٤) لكن القرار السويدي الخاص بالبدء في إجراء مناقشات مع الاتحاد الأوروبي أظهر وجود شرخ في تقاليد المناقشات المشتركة مع البلدين الإسكندناڤيين الآخرين، الأمر الذي يعكس سيطرة نزعة دولية جديدة قياسًا إلى النزعة الإقليمية السابقة.

وكانت فنلنده تمتلك أسبابها الاقتصادية الخاصة للارتباط بالعملة الموحدة- أولا وقبل كل شيء، سقوط شريكتها التجارية في هوة الاتحاد السوڤيتي. انضمت فنلندا إلى الاتحاد الأوروبي في أول يناير ١٩٩٥ مع كل من السويد وأستراليا. وشجع الركود الفنلندي العميق الذي ترتب على الأزمة المالية على أن تعطي فنلندا تعهدات أكبر مما أعطته السويد في سبيل التكامل

التام للقارة الأوروبية. وكانت فنلنده عضوًا مؤسسًا في العملة الأوروبية الموحدة بعد ذلك بأربعة أعوام، على حين أن السويد واصلت العمل بعملتها الخاصة. وهكذا أدت الأزمة المالية الإسكندناڤية في غضون أربعة أعوام فقط إلى تفكيك وحدة الصف السياسي التي دامت لما يقرب من مئة عام بين السويد وفنلندا.

وبرغم تغير البؤرة السياسية، أوضحت الأزمة الإسكندناڤية أن الاستجابة السريعة من جانب حكومة يقظة يمكن أن يحد من هول الضرر. لكن الضرر يمكن أن يظل واسع النطاق، ويظل رجال السياسة الذين يديرون البلد حينئذٍ يعانون. وأوضحت هذه الأزمة أيضًا أن التغيير الإستراتيجي ذا العواقب الهامة للغاية والطويلة الأجل (الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي والعملة الموحدة) قد يأتي سريعًا جدًا. لقد غيرت هذه الأزمة الطريقة التي نظر الإسكندناڤيون لأنفسهم من خلالها دائمًا، ووجهت نظمهم الاقتصادية نحو الغرب بصورة أشد قوة، ووضعتها في سياق مستقبل التكنولوچيا العالية. ولم يعد ينظر إلى فنلندا على اعتبار أنها تنتج لُباب الخشب ليس إلا.

ومع أن الأزمة قد دفعت إلى مثل هذه التغيرات الكبيرة، فإنها فشلت في تغيير بعض الجوانب الأساسية في المجتمع برغم التخلي عن التحديات الكبرى. لكن منظومة الرفاهة الفريدة، وربما ميزة الحماية الاجتماعية التي اتسمت بها دول إسكندناڤيا، لا تزال في الغالب باقية كما كانت من قبل في كل دول الشمال الإسكندناڤي، وذلك بعودة معظم الناس إلى تدعيم النموذج الذي بدا أنه قد تم تدميره في أعقاب الأزمة. ومما يثير الجدل هل كان هذا

لأن الإسكندناڤيين ميالون لهذه المنظومة أم لأنهم محظوظون لأن النمو العالمي أمدهم بما يكفي من وسائل الراحة؟

لم يكن التعافي في تايلند رخوًا على الإطلاق

هناك بلاد أخرى عانت أكثر مما عانته بلاد إسكندناڤيا، بلاد أقل حظًا منها بسبب تعثرها جراء الأزمة. فقد كانت استعادة النمر الآسيوي لوضعه الطبيعي بعد أزمة ٩٧- ١٩٩٨ مشوبةً بشبح الماضي في كلا الجانبين السياسي والاقتصادي. فقد تراجع الاقتصاد بما يقرب من ١١ بالمئة في عام ١٩٩٨، وعندما عاد الاقتصاد إلى النمو تم هذا النمو بمعدلات منخفضة. وزادت البطالة التايلندية بثلاثة أمثال ما كان عليه مستوى البطالة قبل الأزمة.

استعادة النمر الآسيوي لوضعه الطبيعي... كانت مشوبة بشبح الماضي، في كلا الجانبين السياسي والاقتصادي

بطريقة ما، اتبعت تايلند في استعادة وضعها الطبيعي نفس النظم السياسية التي اتبعتها عندما فاجأتها الأزمة. زادت اعتماد تايلند على التصنيع من ٣٩ بالمئة من الناتج في عام ١٩٩٥ إلى ٤٢ بالمئة في عام ٢٠٠٢، مع أن كلا من الخدمات والإنتاج الزراعي واصلا التراجع.[٥] وقد شهدت تايلند تسوية صارمة بين النمو الداخلي والصادرات بما يعكس تسوية العجز على أساس الحساب الجاري. وزادت الصادرات من ٤٠ بالمئة من الناتج المحلي

الإجمالي عام ١٩٩٥ إلى ٧٣ بالمئة بحلول عام ٢٠٠٧. وعلى ذلك، فإن منظمة التجارة الدولية أعانت استعادة تايلند لحالتها الطبيعية بالطريقة نفسها التي أعانت بها البلدان الإسكندناقية. كذلك اتبعت تايلند نموذجًا في التنمية الاقتصادية قوامه التصدير، وهو النموذج الذي سارت عليه كل من اليابان وكوريا في الأعوام التالية للحرب العالمية الثانية. وقد أعادت كل من إندونيسيا وماليزيا والصين مركز النشاط الاقتصادي إلى بؤرة التصدير.

كانت السياسة التايلندية متقلبة دائمًا حينما لم يكن رجل الجيش القوي يقوم بمراجعتها. وتمامًا كما أن المحنة المالية الإسكندناقية قد أعادت تحديات البيع بالجملة إلى الإجماع السياسي، كذلك رُئي أن ظهور المشاركة السياسية بعد الأزمة الآسيوية حل للمشاكل التي تسبب فيها خفض سعر صرف الـباهت(*)، وخصوصًا الفساد الذي افتضح أمره أثناء الأزمة وبعدها. ورُئي أن المشاركة السياسية بدلا من الاعتماد على المؤسسات السياسية القائمة هي طريق التقدم إلى الأمام. وعلى ذلك، كانت التكاليف الاقتصادية مصحوبةً بالثمن السياسي للنخبة المسئولة.

تقول عالمة الاقتصاد التايلندية پاسوك فونجپايتشيت :Pasuk Phongpaichit

"لقد كانت الدولة البيروقراطية تختار المنظومة البرلمانية من بين المقربين إليها فقط. وكانت المعركة لا تزال بين الشعب والدولة، بين الشعب والسيطرة الأبوية، بين

(*) عملة تايلنده. (المترجم)

الشعب وريوپ أپاثام robop upatham، منظومة الرعاة التـــي تشمل الآن ليس فقط البيروقراطيين بل تشمل أيضًا ممثلـــين منتخبين... بهذا الإيمان الضعيف بـــ 'الديمقراطيـــة' وســـيلة لمستقبل سياسي أفضل، وبالمؤسسات البرلمانية باعتبارهـــا آلية التغيير، تم الاستيلاء على فكرة 'المجتمع المدني' لتلعب [دور] مخزن الأمل'.

اكتسبت حركة الإصلاح السياسي زخمًا وأقرت تايلند دستورها السادس عشر في أكتوبر ١٩٩٧، بعد خفض سعر صرف عملتها، وذلك ضمن سلسلة طويلة من الإصلاحات، بما في ذلك تأسيس مفوضية انتخابية، وهو القـــرار الذي عجل به حدوث الأزمة.

لكن الحرس القديم قاوم كما حدث في الـــسويد بالـــضبط. وقـــد أدى الارتكاز على حكومة الحزب الواحد إلى السيطرة المباشرة لحزب تاي راك تاي (TRT)(*) بقيادة تاكسين شيناواترا Thaksin Shinawatra. وفي عـــام ٢٠٠١، قام الحزب بإدارة 'الحملة الانتخابية الأغلى والأكثر شعبية في تاريخ تايلنده'، فقدم ٢٣،٠٠٠ دولار لكل قرية وأشـــار إلـــى إمكانيـــة أن يؤجـــل الفلاحون دفع ما عليهم من ديون لعدة سنوات. وقد اعتمد نجاح هذا الحـــزب على بطء استعادة تايلند لحالتها السابقة على الأزمة الآسيوية.

كانت السياسة التايلندية استبدادية أثناء الحرب البـــاردة. وبـــدا- بعـــد الأزمة الآسيوية- أن السياسيين يقرون الحاجة إلى تطوير مؤسسات مدنيـــة،

(*) حزب سياسي تم تأسيسه عام ١٩٩٥، و'تاي راك تاي' معناه 'التايلنديون يحبون التايلنديين'. (المترجم)

وأنه من غير الملائم أن يتورط الجيش في السياسة؛ لكن هذا لم يوقف الانقلاب الذي أطاح بالرئيس تاكسين عام ٢٠٠٦.

وبرغم اندماج تايلند في العالم الأوسع من خلال الصادرات، فإن ذلك لم يتبعه تحرك مماثل في السياسة. وحتى في عام ٢٠٠٨، كان الميل القديم إلى الاستبداد قائمًا، لكن الاحتجاجات ضد الحكومة أدت إلى إقالة رئيس الوزراء عام ٢٠٠٨.

لكن يبدو أن الإصلاح السياسي في إندونيسيا حقق خطوات عظيمة عما تحقق في تايلنده، جزئيًا؛ لأنه بدأ بإصلاحات قليلة. لقد عجلت الأزمة الآسيوية بنهاية نظام سوهارتو **Suharto** في مايو ١٩٩٨ بعد ثلاثة عقود من الحكم الديكتاتوري. وبدأ الإصلاح الحقيقي في عام ١٩٩٩ حيث كان للإصلاحات الديمقراطية معنى كبير. واكتسب مجلس شورى ممثلي الشعب **(MPR)** ومجلس نواب الشعب سلطات أوسع لمعارضي السلطة التنفيذية الذين أصبحوا مصدر إزعاج لها. واهتم المرشحون للمناصب السياسية بالناخبين بأساليب ظلت غائبة منذ عقد مضى. كما أن وسائل الإعلام أصبحت مفعمة بالحيوية بتأثير الجدل السياسي، وذلك برغم أن العنف الذي يمارس ضد الصحفيين كان لا يزال يشكل مشكلة.

بعد عدة سنوات من الأزمة الآسيوية، بدا أن إندونيسيا مهددة بالإرهاب الإسلامي. ولفتت تفجيرات بالي في عام ٢٠٠٢ الأنظار إلى أن الدولة تتراجع عن التسامح بقيادة الجماعة الإسلامية. لكن الجماعة فقدت تأثيرها

وقوتها؛ جزئيًا بسبب قيام الشرطة بعمليات ضد أهم أعضاء التنظيم، وجزئيًا لأن الجماهير لم تكن تتعاطف مع أهداف التنظيم.

كان التقدم النسبي لإندونيسيا والتراجع السياسي النسبي لتايلندا، كلاهما رد فعل لانعدام الاستقرار السياسي منذ البداية والذي أدى إلى أزمة عام ١٩٩٧.

اليابان: أيُّ تعافٍ؟

كانت تكاليف الأزمة المالية في اليابان كبيرة جدًّا بطبيعة الحال، ومازال يتعين عليها أن تتعافى من عثرة فقاعة انهيار اقتصادها عام ١٩٩٠. وقد يتحول 'العقد الضائع' الأول إلى عشرين عامًا ضائعة، وربما أكثر. ولا يزال معدل النمو في اليابان ضعيفًا جدًّا، ولكنها يمكن أن تتعافى نظرًا لتناقص معدل الزيادة السكانية فيها. ولا غرابة في أن الصين تفوقها الآن كقوة إقليمية.

ويتلقي اليابانيون العاطلون عن العمل القليل من منح الإعاشة قياسًا بدول الغرب، كما أن منظومة إعادة التدريب وإعادة التثقيف والسكن ورعاية العاطلين عن العمل كان منعدمًا قبل سنوات التسعينيات. وفي الوقت الذي انخفض فيه عدد وظائف التصنيع بنحو ٢,٢ مليون بين عامي ١٩٩٨ و٢٠٠٤، زاد عدد المستحقين لمنح الإعاشة الاجتماعية المسجلين من ٧٠٠,٠٠٠ فقط إلى ٥,١ مليون.

وزاد عدد المشردين من أقل من ألف مواطن في منتصف الثمانينيات ليصل إلى ٢٥،٠٠٠ مواطن في منتصف عام ٢٠٠٢. وقد أقام المشردون حول المدن الرئيسية مدنًا صغيرة من الخيام المصنوعة من أقمشة التاربولين(*) الأزرق المأخوذة من مواقع البناء. وشهدت حديقة قصر أوساكا والعاصمة القديمة كيوتو مجتمعات مؤقتة تظهر إلى حيز الوجود، معروفة بشكل عام باسم 'البيوت الزرقاء'. وتضم هذه البيوت عددًا هائلا من عمال البناء السابقين.

على الرغم من مشاكل اليابان، فإن التغير السياسي والاقتصادي يبدو اليوم كما لم يبد من قبل. فقد حكم الحزب الديمقراطي الليبرالي البلاد منذ نهاية الحرب العالمية الثانية باستثناء فترة قصيرة في أوائل التسعينيات. ولا شك في أن علامات نجاح الحكومة التكنوقراطية في الخمسينيات والستينيات لا تزال باقية إلى الآن. لقد كان حكم الحزب الديمقراطي الليبرالي هو ميراث الحرب الباردة، هذه الحرب التي توقفت في تاريخ يتطابق وتاريخ انهيار الفقاعة الاقتصادية عام ١٩٩٠. وباعتباره أحد تجليات سياسة ما بعد الحرب، فقد الحزب الديمقراطي الليبرالي مبرر وجوده، ودمر الرخاء الاقتصادي الذي رافقه. وأصبح دور اليابان كدعامة شرقية للسياسة الخارجية الأمريكية دورًا رمزيًّا إلى حد كبير. لكن الحزب الديمقراطي الليبرالي لا يزال مع ذلك يحتفظ بالسلطة.

وقد أصبح الفكر العام لليابانيين انتقاديًّا بصورة تدريجية. وتغير الساسة أيضًا. وقام رئيس الوزراء جونيشيرو كويزومي **Junichiro Koizumi**

(*) قماش مشمع. (المترجم)

بخصخصة الودائع الضخمة في مكتب البريد، تلك الودائع التي كان يتم استخدامها منذ عشرات السنين لتمويل المشاريع المحلية لشراء الأصوات للحزب الديمقراطي الليبرالي، فقد كان أسلوب كويزومي نفسه خروجًا جذريًا على أساليب ساسة الماضي مجهولي الهوية. لكن هذا لم يكن إلا مجرد تسوية للأوضاع تأخذ في اعتبارها الضرر الذي لحق بالسمعة الحسنة لليابان منذ عام ١٩٩٠. أما الخطوة الحقيقية للتسوية فلم يكفل لها النجاح إلى الآن.

اليابان تبدو مصممة على
إثبات أنها لن تفعل ذلك

إذا كانت السويد وفنلندا هما الشاهدين كنموذجين لأفضل سبل معالجة الأزمة المالية في الاقتصاد الحديث، فإن اليابان تبدو مصممة على إثبات أنها لا تفعل ذلك. والواقع أن قدرًا من النقد أصبح أقل حدة بعد أن شهد الغرب مشاكلها. وأصبح من الواضح أن التغيير الجذري أصعب في تحقيقه مما يبدو لأول وهلة. فمع أن الغرب كان يعظ اليابان بضرورة أن تسمح لبنوكها بإغلاق أبوابها في فترة التسعينيات، فإن البلاد نفسها التي تقدم هذه النصائح (وعلى رأسها أمريكا) فشلت بصورة واضحة في اتخاذ خطوة عاجلة نحو غلق أيٍّ من بنوكها المفلسة.

تطلبت عملية التعافي في كل من أقطار إسكندنافيا وآسيا أن يأخذ النمو العالمي بيد نظمها الاقتصادية. لكن الافتقاد إلى هذه الخلفية من النمو على نطاق العالم بالنسبة لأمريكا وأوروبا طوال العامين التاليين كان يعني أن زيادة الصادرات قد يكون ضعيفًا جدًّا. ولذلك كان يتعين أن يأتي التعافي من

داخل البلاد نفسها. وهذا قد يجعل زمن التعافي أطول مما كان في حالة الدول الإسكندناڤية أو حتى تايلندا.

إن تكاليف الأزمة تضاعف المشاكل- قد يكون انخفاض معدل الزيادة السكانية في اليابان أكبر مشكلة تواجه هذه الدولة. فانخفاض عدد السكان يؤدي إلى تآكل الحيوية اللازمة للإصلاح. وللأسف، فإن الملامح السكانية في كل من ألمانيا وإيطاليا تحذو يقينيًا حذو النموذج الياباني. وربما كان التوسع السكاني في إندونيسيا أحد عوامل نجاحها النسبي في التكيف مع عالم ما بعد الأزمة؛ فازدياد عدد الأفواه التي يتعين مدها بالغذاء يعني زيادة الطلب. ونظرًا لأن أمريكا تمثل موقعًا أفضل للنمو السكاني أكثر من أيّ بلد آخر في الغرب، فإن تعافيها قد يكون أقل إلى حدٍّ ما قياسًا إلى النموذج القديم للنمو السكاني.

أيُّ خير في الفقاعات والأزمات الاقتصادية؟

نظرًا للتكاليف التي لا شك فيها- المالية والاجتماعية والسياسية- التي تعقب الأزمات الاقتصادية وأوضاع الرعب المالي، قد تظن أن من المستحيل تمامًا أن تبحث عن المكاسب. فكيف يتأتى لشيء مدمر جدًّا أن يقدم لك فائدة؟

هذا الحدث التراچيدي لا مبالغة فيه، ولذلك لن نكون على يقين من أن هناك خيرات سيتم جنيها هذه المرة. لكن هناك شواهد كثيرة عن خيرات تم جنيها في أزمات الماضي. فقد انهار 'هوس السكة الحديدية' **railway mania** لعام ١٨٤٥ في عام ١٨٤٦. ولكنه على إثره:

ترك تراثًا ضخمًا من سندات السكة الحديدية امتلك الكثير منها مستثمرون بعيدون عن موقع الحدث. وهكذا، حين عادت ثقة المستثمر في أوائل خمسينيات القرن التاسع عشر، عادت سندات السكة الحديدية لتلعب من جديد الدور الأكبر في الربط بين التجارة في لندن والأسواق المحلية. كان هذا تطويرًا أبعد مدى عن طريق سلسلة من التحالفات والاندماجات التي تمخض عنها عدد قليل من شركات السكك الحديدية الممولة تمويلا رأسماليًا عاليًا تمنح سنداتها معدل عائد آمن ومتوقع. وقد حظيت هذه الشركات بإعجاب مستثمرين من كل أطراف البلد.'

وهكذا، فإن الرأسمالية الحديثة كانت وليدة الأزمة(٦).

وعلى الرغم من الألم الذي سببه الحدث التراجيدي الحالي، فقد تمخضت الرأسمالية الحديثة عن مجموعة كاملة من الخيرات كان من غير الحكمة أن ترفضها الجماعات السكانية؛ المشاريع الضخمة الأكثر إنتاجًا والأقل إيذاءً للبيئة من المصانع المحلية الصغيرة، تأمين كل أنواع الحوادث والانتقال وتوزيع الخيرات في أنحاء المجتمع والعالم. إن الإنجازات والخيرات غالبًا ما تأتي عقب الأزمات المالية.

لابد أن تكون الإنجازات في تكنولوجيا الاتصالات في القرن التاسع عشر قد ساهمت في كل أشكال الهلع التي أصابت العمل المصرفي في أربعينيات القرن التاسع عشر وستينياته وتسعينياته (السكك الحديدية،

التلغراف، الصحف). كما أن الإنجازات جاءت بالحراك الاجتماعي، وأخبار العالم، ووسائل الاتصال الفورية، وتخفيف الكروب والمحن. وكانت هذه الإنجازات مرتبطة بما جاء بعد ذلك من إنجازات اجتماعية وإنجازات طبية.

كما أن الأزمات المالية تكون متبوعة بفترة كثيرًا ما تكون فيها الإنجازات التكنولوچية المرتبطة بالفقاعة السابقة كامنة داخل المجتمع. فقد توسعت السكك الحديدية والتلغراف والصحف عقب أزمات القرن التاسع عشر، تمامًا كما ساهمت في حدوث الفقاعة السابقة.

الديمقراطية ذاتها توسعت بالأزمات المالية. فبعد الهلع المثير جدًّا في العمل المصرفي عام ١٨٦٦، تلك الأزمة التي بدأت بانهيار دار أوڤريند آند جارني **Overend & Gurney** للخصوم وانتشرت لتطال الكثير من البنوك الدولية، قدمت الحكومة البريطانية برئاسة دزرائيلي **Disraeli** مشروع قانون الإصلاح لعام ١٨٦٧. وقد أعقب قانون الإصلاح ذلك القانون الذي منح حق الاقتراع لأول مرة لكل رب أسرة ذكر، مما ضاعف عدد من لهم حق الاقتراع ليصل إلى مليون رجل. كان مشروع القانون يتطور منذ عدة أعوام، وتم طرحه من جانب دزرائيلي نفسه قبل أعوام عديدة، لكن أزمة البنوك في عام ١٨٦٦، وما تلاها من السخط الشعبي، دفعت باتجاه الطرح الفعلي لمشروع القانون وإقرار هذا الإنجاز الديمقراطي الهام.

ويتم حذف عقد ثلاثينيات القرن العشرين في العادة باعتباره أرضًا قاحلةً اقتصاديًّا دفع بشدة إلى نشوب الحرب العالمية الثانية. وفي الواقع، تحسن النمو الاقتصادي بعد عام ١٩٣٤ وحتى ١٩٣٧ حينما حدث 'ركود

روزفلت'. ظلت البطالة عالية، لكن وضع العاطلين تحسن- فقد كان لا بد أن يتحسن. وزاد الدخل المتاح لكل شخص زيادة كبيرة بدءًا من عام ١٩٣٤ فصاعدًا، قافزًا بقوة بعد ثلاثة أعوام تقريبًا من أزمة العمل المصرفي. وظل التضخم مكبوحًا حتى نشوب الحرب. وقد كانت أمريكا مزدهرة- في مجملها- مع نهاية العقد أكثر من بدايته، وذلك برغم الصعوبات التي صادفتها. ويمكن أن يقال نفس الشيء عن بريطانيا التي كانت تعاني من مشاكل إضافية بسبب التحديات الموجهة ضد سيادتها الإمبراطورية في أوروبا والمستعمرة الأكثر أهمية بين مستعمراتها كلها- الهند. لكن وضع الطبقة العاملة، حتى في بريطانيا، تحسن طول ذلك العقد.

جاء التغيير في الولايات المتحدة خلال التغيرات التي حدثت في دور الحكومة عقب انتخاب فرانكلين دي روزفلت **Franklin D. Roosevelt** عام ١٩٣٢. وفي ظل الكساد العظيم، نال الديمقراطي روزفلت دعم الفقراء والعمال النقابيين والأقليات العرقية والنخب المدينية والبيض الجنوبيين، وذلك وصولا إلى تفويض للتغيير الاجتماعي. وبدا للبعض- خصوصًا السود- أن التغيير الاجتماعي سيتطلب وقتًا طويلا وأن الكساد سيعوق تقدمهم. وبدا لآخرين أن التغيير مشروط بالهدم.

وفي خطاب توليته عام ١٩٣٣، طرح روزفلت برنامجًا للتغيير يستبعد النخب السياسية القديمة ورجال البنوك السابقين:

> 'الاعتراف بزيف الثروة المادية كمعيار للنجاح يسير جنبًا إلى جنب مع التخلي عن الاعتقاد الخاطئ بأنه ينبغي

تقييم الوظيفة العامة والموقف السياسي الرفيع وفقًا لمعايير المكانة الرفيعة والمكسب الشخصي؛ فلابد من وضع حد للسلوك الذي اتخذ في مجال الخدمات المصرفية والأنشطة التجارية، في كثير من الأحيان، شكل المخالفات الشريرة والأنانية لأمانة مقدسة... وفي طريقنا نحو استئناف العمل فإننا بحاجة إلى ضمانتين ضد عودة مفاسد النظام القديم؛ فيجب أن تكون هناك رقابة صارمة على جميع الأعمال المصرفية والقروض والاستثمارات؛ كما يجب أن نضع حدًا للمضاربة بأموال الآخرين، وأن نوفر القدر الكافي بل المضمون من النقود'.

هذا قول ذو أصداء حميمة.

لقد طرح روزفلت منظومة لأمن المجتمع، كما أنه وضع أساسًا لمنظومة اجتماعية استمر قائمًا إلى يومنا هذا تقريبًا. تم إنشاء وكالات الرهن في ثلاثينيات القرن العشرين، وكذلك لجنة مراقبة عمليات البورصة وشركة التأمين على الودائع الاتحادية (**FDIC**)، كما تم إقرار قانون جلاس-إستيجال(*) **Glass-Steagall**. وقد كانت كل هذه الأشياء إنجازات هامة. وكان الأكثر أهمية لكثيرين أن روزفلت أوقف العمل بقوانين الحظر.

(*) مصطلح يطلق على قانون النشاط المصرفي الصادر عام ١٩٣٣ في أمريكا. وقد حدد هذا القانون أنشطة الأوراق المالية للبنوك التجارية، والعلاقات التنظيمية بين البنوك التجارية وشركات الأوراق المالية، وتعود التسمية إلى مقدمي مشروع القانون إلى الكونجرس الأمريكي السيناتور كارتر جلاس والنائب هنري إستيجال. (المترجم)

ولم يعد القطاع الخاص أيضًا خارج عمليات التطوير؛ فقد اكتملت مشاريع مبنى إمباير إستيت(*)، ومبنى كريسلر، ومركز روكفلر، كلها في ثلاثينيات القرن العشرين.

في طفرة عشرينيات القرن العشرين نشرت الإذاعة أثر القروض المقسطة وملكية الأسهم بقدر ما فعلت الصحافة. وقد سبقت الصحف والتلغراف والسكك الحديدية إلى الوجود سلسلة من الأزمات المالية في القرن التاسع عشر، لكنها ظلت باقية في فترات الركود لتصبح أهم وسائل الإعلام في الخمسين عامًا اللاحقة. وكانت الإذاعة ذاتها سببًا في زيادة إعلانات كل أنواع السلع والخدمات في عشرينيات القرن العشرين. وأصبحت الإذاعة في أثناء فترة الركود اللاحقة الوسيلة الأمثل في نقل الأخبار وقامت بدور في عملية التوحيد القومي في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة. وكان أول برنامج إذاعي عن رسالة كريسماس ألقاها ملك بريطانيا في عام ١٩٣٢، بعد الانهيار العظيم بوقت ليس بطويل، يتضمن روحًا شعبيًّا جديدًا لهدف جماعي.(٧) وقد نتجت أزمتنا الحالية عن ثورة تكنولوچيا الاتصالات، إلا أن فوائدها سوف تبرز على مدى سنوات عديدة في المستقبل.

كانت الإذاعة هي المستفيدة من فترة الكساد، فقد انتشرت حتى في أقصى البلاد نتيجة للأزمة المالية في ثلاثينيات القرن العشرين. وما إن حل

(*) ناطحة سحاب وسط مدينة منهاتن (نيويورك سيتي)، مكون من ١٠٢ طابق بارتفاع ١٢٥٠ قدمًا (٣٨١ مترًا)، والاسم 'إمباير إستيت' State Empire هو لقب مدينة نيويورك. (المترجم)

منتصف العقد حتى كانت كل أسرة تقريبًا في أمريكا وبريطانيا تمتلك جهاز راديو (لاسلكي). وفي الواقع، فإن النجاح المتواصل للراديو كان نتاجًا مباشرًا لفترة الركود، وذلك نظرًا لفروق تكاليف أجهزة الراديو مقارنة بالأشكال الأخرى للتسلية مما شجع على الكثير من المشتريات الجديدة.

في عام ١٩٣٠، كانت المناطق الأكثر غنىً أكثر تركيزًا على ملكية الراديو والمناطق الأكثر فقرًا كانت الأقل تركيزًا على ملكية الراديو.(٨) والجنوب هو -بطبيعة الحال- أفقر جزء في البلاد.

كانت القيمة النفعية للراديو هي التسلية، ولكنه مهد أيضًا لتداول أوسع للأخبار والرياضة وقدر معين من التعليم، والموسيقى قبل كل شيء، على المستوى القومي. كل هذه المنافع كانت مجانية بعد الصفقة الأولى. وقد أنتجت شركات التسجيل الأمريكية ١٠٠ مليون أسطوانة في منتصف عشرينيات القرن الماضي. وفي أوائل الثلاثينيات، كان يتم بيع ستة ملايين فقط؛ ذلك لأن ميزة تكاليف الردايو قد دمرت تقريبًا سوق الأسطوانات. وزادت إيرادات الإعلان عن السلع في الراديو بصورة متواصلة طوال الثلاثينيات. وقدمت النسبة الكبرى من المزودين بالراديو دعمًا لهذا الوسيط عن طريق النشاط التجاري. وقد أدى انتشار الراديو إلى زيادة الاهتمام بموسيقى الجاز بالإضافة إلى الموسيقى الكلاسيكية، خلال عقد الثلاثينيات.

وقد أدى انهيار العمل المصرفي في البلاد الإسكندناقية عام ١٩٩٠ إلى العديد من الفوائد؛ بعضها مدهش للغاية. إحدى النتائج اللافتة للنظر هي أن

البنوك المؤممة قد تم ردها في النهاية إلى القطاع الخاص مقابل ربح- الأمر الذي يعني أن ما كان يشبه التكلفة بالنسبة إلى دافع الضريبة قد انخفض بشدة. وكان قد تم تحديد التكلفة الأولية بنحو ٢ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة إلى النرويج، وبزيادة تصل إلى ٩ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة إلى فنلندا. وكانت التكلفة النهائية أقل بكثير- ٥,٣ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي لفنلندا، و٠,٢ بالمئة فقط بالنسبة للسويد، وصافي مكسب ٠,٤ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي للنرويج.

الأزمة أدت أيضًا إلى تغيرات
ضريبية وإلى تطوير في الكفاءات

الأزمة أدت أيضًا إلى تغيرات ضريبية وإلى تطوير في الكفاءات، خصوصًا في فنلندا، الأمر الذي أدى إلى مكاسب طويلة الأجل. ومنذ بداية سنوات القرن الحادي والعشرين، انتقلت فنلندا من موقف البلد الإسكندناڤي الأقل تقدمًا إلى الدولة الأكثر تقدمًا. وكان ترتيبها الأول في الدليل التنافسي للمنتدى الاقتصادي العالمي مرارًا وتكرارًا. وجاءت في قمة الدول في التعليم العالي بين دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD). وقد سجلت فنلنده أعلى الدرجات في تكنولوچيا المعلومات واقتصاد المعرفة عامي ١٩٩٥ و٢٠٠٦.[٩]

كان السبب الرئيسي لكل هذه الأوسمة هو النجاح الاستثنائي لشركة نوكيا التي تطورت من تكوين مختلط إلى صناعة دولية رائدة عقب انهيار أوائل تسعينيات القرن الماضي. فالتراجع في النشاط المصرفي أدى إلى أن

تركز نوكيا على نشاط الاتصالات وتــصفية تجارتهــا المحليـــة كالمطـــاط والكابلات. وفي غضون أربعة أعوام كانت نوكيا قد أصبحت أكبر شـــركة لصناعة أجهزة المحمول في العالم. وقد أصبحت رائدة التخطيط لتكنولوچيــا المنظومة الرقمية العالمية لاتصالات المحمـــول **digital GSM technology** التي أتاحت لأول مرة التجوال وإرسال الرسائل القصيرة وفق منظومة **SMS** على نطاق واسع. لقد وضعت نوكيا والمنظومة الرقمية العالمية أساس طفرة أجهزة المحمول على نطاق العالم؛ لكن بدون الأزمة المصرفية الإسكندناڤية ما كان من الممكن أن تحدث الخطوات التنافسية التي حققتها نوكيا، أو كـــان من المحتمل أن تتأخر هذه الخطوات.

كانت فنلندا نفسها قد تحولت من بلد اعتمـــاده الأكبـــر علـــى المـــوارد الطبيعية- الخشب بصفة خاصة- إلى أحد مراكز التكنولوچيا العالية في العـــالم. زاد الاقتصاد الفنلندي من عام ١٩٩٦ بمعدل سنوي يصل إلى ٥,١ بالمئة- وهو معدل مرتفع بالنسبة لاقتصاد متطور- بفضل شركة نوكيا وقطاع تكنولـــوچيـــا المعلومات المرتبطة بها. وبالمثل، ركزت تايلند طاقاتها التصديرية على قطـــاع التكنولوچيا العالية عقب الأزمة الآسيوية، وذلك بسبب فائدتها.

مجموعة من الأزمات: من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٩

الأزمة المالية الحالية هي بلا شك الأفدح ثمنًا حتى الآن. فتكلفتها تزيد كثيرًا على تكلفة الأزمة المصرفية الأمريكية الأخيرة التي شملت المدخرات وبنوك الإقراض في أواخر ثمانينيات القرن العشرين حتى حين تمت تسوية

التضخم. ومع أن كل أزمة مالية في أي بلد متقدم اقتصاديًّا تبدو وكأنها أسوأ أزمة على الإطلاق، فإنه، خلافًا لذلك، يتعين وصف الأحداث التراچيدية على أنها 'أزمات' حتى إن لم تكن الأسوأ على الإطلاق- في زمانها، فأي شيء أقل من ذلك يمكن التعامل معه باستخدام الوسائل التي تم تجريبها وشحذها في الأحداث التراچيدية السابقة.

إن جزءًا من دواعي صدمتنا في الأزمة الحالية سببه أن الغرب المتقدم اقتصاديًّا ضمن البلاد التي ضربتها الأزمة. فالغرب، بصفة خاصة، غير معتاد على الاضطراب المالي المباشر. ومقارنةً ببقية بلاد العالم، لم يكن للغرب نصيب كبير من النكبات المالية.

الانطباع الغامض الذي لدينا هو أن مثل هذه الأزمات نادرة نسبيًّا: أحداث 'البجعة السوداء' التي تحدث مرة واحدة فقط في كل جيل. وهي من ندرتها تثير دهشة المسئولين ورجال البنوك المركزية ورجال السياسة ورجال البنوك التجارية.

لكن هذا ليس صائبًا. فقدْ أوضحت قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي الخاصة بالنشاط المصرفي والعملة وأزمات الديون السيادية أنه لم يكن هناك بين عامي ١٩٧١ و٢٠٠٨ إلا عامان فقط (عام ١٩٧٤ وعام ٢٠٠٦) خَليا من أزمة مالية من أيّ نوع في بلد واحد على الأقل. ففي معظم ذلك الوقت كانت هناك أزمات في بلاد عديدة في وقت واحد.

الانطباع الخاص بندرة الأزمات يؤدي إلى أفكار خاطئة أخرى. فالأزمة الاقتصادية الكبرى لعام ١٩٢٩ لم تضع حدًّا لعقد من المتع الخالية

من الهموم. والأزمة المصرفية في أوائل الثلاثينيات، تلك الأزمة التي سبقت فترة الكساد مباشرة، لم تكن استثنائية قط. وشهدت أوائل العشرينيات عددًا كبيرًا من أوضاع الرعب داخل نطاق واسع من البلاد. وفي الواقع، فقد تأثرت العديد من البلاد بين عامي ١٩٠٠ و١٩٧١ من الأزمات المصرفية التي حدثت في عام ١٩٢٢، وليس في الثلاثينيات، بسبب النتائج التي ترتبت على الحرب العظمى. وقد شملت البلاد المتضررة كلاً من هولنده وإيطاليا والسويد والدنمارك والنرويج. وشهدت البلاد الإسكندناقية أزمات دامت نصف عقد العشرينيات.

بدلا من الاعتقاد في أن هناك واقعة واحدة مدمرة تجتاح في أعقاب الانهيار المالي، من الأصوب أن نفكر في سلسلة دورية من الأزمات حدثت في العشرينيات وبلغت ذروتها في شكل أزمة حاسمة وفادحة الثمن في الثلاثينيات. ولم تصب أمريكا أيٌّ من الأزمات الأولى، ولذلك فقد تجاهلت الاضطرابات التي حدثت في أيّ مكان آخر.

بالمثل، تجمعت أزمات القرن التاسع عشر المصرفية حول فترات زمنية مختلفة، فقد بلغت ذروتها في أربعينياته، وأعقبها ركود مؤقت، ثم وقعت سلسلة أخرى من الأزمات بين عامي ١٨٦٠ و١٨٨٠، ومعها آخر وقائع الرعب المالي لتسعينيات القرن. وأزمة اليوم هي في الواقع تصاعد للأزمة المالية المتأرجحة التي بدأت في منتصف سبعينيات القرن العشرين؛ وقد لاتكون تصاعدًا بصورة مباشرة.

وتتواكب سلسلة الأزمات الحالية إلى حد كبير مع دخول سياسات السوق الليبرالية الجديدة التي بدأت في بريطانيا والولايات المتحدة وتعم كل أنحاء العالم. وكلما اتسع نطاق هذه السياسات زاد عدد البلاد التي طالتها

الأزمات. قد يشير البعض إلى هذا الارتباط بين الأزمة المالية ومنظومات السوق ويستنتج من ذلك أن هذه الأزمات لم تكن لتحدث إن كانت الليبرالية الجديدة تقاومها. ويبدو أن السياسيين الفرنسيين والألمان يؤمنون بهذه الفكرة ولا يخشون المجاهرة بها.

هناك تصور أكثر مدعاة للتفنيد والنقد هو أن الأزمات المالية جزء مكمل للمنظومة التي حققت حرية وثراءً للناس أكثر مما يمكن أن يحدث في مكان آخر. لكن تقييم التكاليف والمكاسب يجب أن يشمل تقييم مدى قدرة التكاليف الاجتماعية الليبرالية الجديدة على المحافظة على المكاسب التي لا جدال في أنها عملت على تحقيقها.

تشمل هذه المكاسب التحول في وسائل الاتصال وقوة الحوسبة، واتساع نطاق التجارة العالمية، وسقوط الكتلة الشيوعية في أوروبا، واستيعاب أوروبا الشرقية في الاتحاد الأوروبي. وربما كان الإنجاز الأعظم هو اجتذاب الصين إلى منظومة التجارة العالمية. إن الثراء الذي جلبه هذا الإنجاز لملايين الصينيين الذين كانوا معدمين من قبل ثراء هائل يفوق الكثير من الجوانب السلبية لليبرالية الجديدة، وربما يفوق كل هذه الجوانب مع مرور الوقت. وبدون هذه الأفكار، ما كان يمكن للقائد الأعلى دنج سياوپنج **Deng Xiaoping** أن يصرح عام ١٩٧٨ قائلا 'رائع أن تكون ثريًا'. ويتعين على الصين أن تقطع طريقًا طويلا فيما يتعلق بحرية الأفراد. لكن لا شك في أن الصين مجتمع أوفر صحة، وأكثر حرية عما كانت عليه؛ ذلك برغم بعض السقطات من قبيل مذبحة ميدان تيانانمن(*) **Tiananmen Square**.

(*) قام الجيش الصيني بسحق المتظاهرين السلميين من الطلاب والمثقفين والعمال المطالبين بالحريات الديمقراطية والإصلاح. وتمت المذبحة بميدان أو ساحة تيانانمن في ٤ يونيه ١٩٨٩. (المترجم)

ومن الصعب أن نحاول البرهنة على عدم وجود روابط واضحة بين الأزمة اليابانية والأزمة الآسيوية وأزمة الغرب، تلك الأزمات التي اتسم بها عقد التمويل المضطرب بدءًا من عام ١٩٩٠ فصاعدًا وأدت بصورة مباشرة إلى الأزمة الحالية.

لكن انتقال الأزمات من منطقة إلى أخرى يتطلب عالمًا متعولمًا يستخدم وسائل متطورة للاتصالات والاستثمار والتجارة؛ وقد كانت هذه الوسائل ضرورية لإحداث الأزمة التي نشهدها. وما من أحد في الغرب لم يستفد من هذه التطورات التكنولوچية والتجارية؛ سواءٌ من خلال السلع الإلكترونية الرخيصة، أو الملابس الرخيصة، أو ما نتج عن هذه التطورات من التحرر من حمل النقود للإنفاق على السفر أو الرحلات.

لقد وفرت كل تكنولوچياتنا الجديدة للاتصالات- من التلغراف والتليفون إلى شبكة الإنترنت- وسائل تجاوز الزمان والمكان. وليس من قبيل الصدفة أن تجاوز الزمان والمكان هو أيضًا غاية البنوك. فالبنوك تقوم بتوزيع الائتمان عبر الزمان والمكان، وتقوم بإدارة مخاطر كثيرة مرتبطة بذلك. إن تكنولوچيات الاتصالات الجديدة تعمل على توسيع الآفاق وعلى دفع وفرض الائتمان المتوسع في التسهيلات لدعم استغلال هذه الآفاق الجديدة. وحين نتأمل تكاليف تدبير الائتمان في العقد السابق فلابد أن نتذكر أيضًا أنه بدون هذه التكاليف ما كان يمكن أن تكون هناك بالمثل أي مكاسب طويلة الأجل.

شبكة الإنترنت: من المبكر جدًا أن نطلق حكمًا عليها

أيُّ نوع من المستقبل يمكننا توقعه؟ إنه يبدو الآن مروعًا للغاية. فالبطالة في المملكة المتحدة تتزايد، والدين الحكومي ينطلق بسرعة الصاروخ، وأحزاب تيار الوسط قد فقدت الثقة الشعبية، وحتى البرلمان ملطخ بمفاسد حسابات أعضاء مجلس النواب؛ الفضيحة التي ما كان من الممكن أن يكون لها مثل هذا الدويّ بدون محنة الأزمة المالية. وتقوم الأحزاب المتطرفة بشن حملات انتخابية مثيرة للقلق.

ربما كان الهم الأكبر هو أن العالم أصبح متعولمًا. ولا يمكن لبريطانيا والولايات المتحدة أن تعتمدا على نمو البلدان الأخرى وهما تعيدان بناء اقتصادهما؛ فهذان هما النظامان الاقتصاديان- أمريكا تحديدا- اللذان أحدثا التنمية في كل أنحاء العالم. ويبدو أن التحول عن طريق الصادرات، وهو الطريق الذي سارت فيه كل من الضحايا الآسيوية وفنلندا والسويد، وحاولت اليابان السير فيه، مكتوب له الفشل.

فنلندا أثبتت أنه كان بإمكانها إقامة أسواق جديدة وتهيئتها بما يحقق مصلحتها

إنه قد يفشل على الأقل إن كانت الصادرات الوحيدة هي تلك المعتمدة على الأسواق القائمة. لكن فنلنده أثبتت أنه كان بإمكانها إقامة أسواق جديدة وتهيئتها بما يحقق مصلحتها.

لقد شكلت تكنولوچيا المعلومات والعولمة خلفية صـــريحة لا لفقاعــة واحدة بل لفقاعتين، فقاعة الدوت- كــوم(*) عــام ١٩٩٩-٢٠٠١ وفقاعــة الإسكان عام ٢٠٠٣-٢٠٠٦، وقد كانت هذه الخلفية أحــد أســباب أزمــات اليابان وتايلند ودول إسكندناڤيا. وبين نهاية فقاعة عام ٢٠٠١ ونهاية فقاعــة الإسكان، كانت شبكة الإنترنت تعاني من نــوع مــن التطــور لدرجــة أن أنصارها المتعصبين فوجئوا بذلك في أواخر التسعينيات. وفي أثنــاء ذلــك التطور، كادت الإنترنت تزيح صناعة الموسيقى المسجلة فــي أســطوانات، وأوقفت صناعة الأفلام والبرامج وابتكرت نظمًا اقتصادية في الحياة الثانيــة **second life** للعالم الافتراضي. مواقــع الويــب علــى شــبكات التواصــل الاجتماعي والتدوين كانت مواقع جنينية، وكان جوجل **Google** بازغًا لتــوّه من منشئه بوصفه تجربة من تجارب طالبين.

والفقاعة قد تكون فقاعة عقلانية، وقد تكون فوضى الأزمة الاقتصادية نفسها جزءًا من التهيئة طويلة الأجل للتكنولوچيا أو التجــارة أو الأوضــاع الاجتماعية. وحينما نظر جرينسپان إلى الإنترنت فإنه نظر إليهــا بــالمفهوم القديم لتطوير الكفاءة وتسريع عمليات البحث وتليــين عجــلات التواصــل والتجارة العالمية. فالإنترنت هي كل هذه الأشياء، إلا أن اقتصاد الإنترنــت فشل حينما قيس بفعاليتها الاقتصادية. لكن المواقع الاجتماعية لا توجد لأنها فعالة. كما أنها لا تصبح فعالة- بمعنــى مفيــدة- عــن طريــق نجاحهــا الاجتماعي، فأدوات قياس الكثير من الأنشطة التجارية الإلكترونية الجديــدة الناجحة مختلفة تمامًا عن تلك الأدوات المستخدمة لقياس الصناعات القديمة.

(*) فقاعة الإنترنت- (المترجم).

فإذا كان هذا يبدو وكأنه عودة إلى التفاؤل بمواقع الإنترنت **dot-com optimism**، فإنه معدل بطلب ما هو أكثر أهمية، وتزويده بحقيقة أن النجاح يتأرجح في وسط مازال جديدًا. وربما تكون هناك ثلاثة مواقع تجارية فقط باقية على الإنترنت إلى الآن؛ موقع أمازون **Amazon**، وموقع المزادات 'إيباي' **eBay**، وموقع جوجل **Google**. لكن السبب في نجاح هذه المواقع ليس هو التسوق بالمعنى التقليدي، بل استخدام الكلمة والمشافهة. وفي الواقع، فإن كلاً من المواقع الثلاثة عبارة عن مجموعة بسيطة من خطوات الحساب الخوارزمي **algorithm** يتم إجراؤها على عدد كبير من الخوادم(*). والشركات الثلاث كلها مواقع للتسوق. وبين هذه الشركات الثلاث، فإن أكثرها فعالية بكثير هي جوجل التي تتميز ساحتها التجارية بأنها معلوماتية صرفة. وبدون جوجل ما كان من الممكن أن تجد هذه المعلومات أو- في أحوال كثيرة- ما كانت هذه المعلومات لتوجد أصلاً، فهذه الصفة لا تشاركها فيها الشركتان الأخريان.

لا أزال متفائلا بأن التعافي الاقتصادي مشروط بالترابط الذي حققناه في شبكة الإنترنت وربما هو نابع من هذا الترابط. فالحاجة إلى التحكم في ذلك الترابط واستيعابه ومعالجته سوف يؤدي بنا إلى فرص لم نحسب أننا في

(*) كلمة **algorithm** تعني التسلسل المنطقي للعمليات التي يتعين على البرنامج الحاسوبي أن يقوم بتنفيذها. والكلمة مأخوذة من اسم عالم الرياضيات العربي الخوارزمي (محمد بن موسى- القرن التاسع الميلادي). والخادم **server** جهاز حاسبي يستخدم مخزنا للبرامج والبيانات التي تستخدمها الحاسبات الأخرى للشبكة. (المترجم)

حاجة إليها. وستحتاج تكنولوچيات وسائل الاتصال عقودًا من الزمن حتـــى تحقق طاقاتها الكامنة.

الكثير من فوائد تكنولوچيات الاتصال غير متوقع أيضًا. فلم يتنبأ أحد أن الآلة الطابعة سيكون لها تأثير مباشر على اكتشاف أمريكا مـــن خـــلال الشعبية الواسعة للنسخ المطبوعة من كتاب الجغرافيا لبطليموس(*) **Ptolemy`s Geography**. ويبدو كما لو أن هناك عالمًا جديدًا مازال يتعـــين اكتـــشافه وأن أزمات العشرين عامًا الماضية أمارة من أمـــارات المـــسافة التـــي تـــم قطعها نحوه.

(*) العالم اليوناني السكندري كلوديوس بطليموس (تقريبًا: ٩٠- ١٦٨م). ولد ومات في مصر في ظل الحكم الروماني لمصر. (المترجم)

الهوامش

(1) Robert Zoellick, interview with El Pais newspaper. 25 May 2009.

(2) David Cameron, 'Fixing Broken Politics', 26 May 2009.

(3) Andreas Bieler. 'Globalisation and enlargement of the European Union. 2000'

(4) David Arter, Scandinavian Politics Today, Manchester University Press, 1999.

(5) John Benson and Ying Zhu. Unemployment in Asia. Routledge, 2005.

(6) The London Stock Exchange, R.C. Mitchie, 1999. Oxford University press.

(٧) رسالة الملك چورچ الخامس في مناسبة الكريسماس. لقد أتى عام ١٩٣٢ بالخطوط... 'اعتبروا هذا فألا حسنًا، فاللاسلكي كان لابد أن يصل إلى ما وصل إليه من دقة في وقت اتحدت فيه الإمبراطورية اتحادًا لا تنفصم عراه. ولأنه مازال يعطينا قدرات هائلة على توثيق عرى الاتحاد. ربما يكون مستقبلنا قد وضع لنا اختبارًا قاسيًا جدًّا. ماضينا سيعلمنا كيف نواجه ذلك بثبات. أما بالنسبة لحاضرنا، فإن العمل الذي نحن ملتزمون به على حد سواء يتعين عليه أن يصل بنا إلى الطمأنينة المنشودة داخل حدودنا: أن نستعيد الرخاء الاقتصادي بدون أنانية؛ وأن ندعم أولئك الذين ثبط عبء السنوات الماضية همتهم أو قهرهم'.

(8) Douglas B. Craig, Fireside Politics. Hopkins, 2005.

(9) Carl J. Dahlman, Jorma Routti, Pekka Yla Anttila. 'Finland as a knowledge economy', World Bank Institute, 2006.

الفصل الحادي عشر

ما دروس المستقبل؟

الحياة متقلبة ولا أمان لها. كُلْ الحلو أولا(*).

إرنستين أولمر

Ernestine Ulmer

ما الذي يمكننا أن نتعلمه من انهيار منظومتنا المالية؟ إن صناع السياسة في أنحاء العالم قرروا أن الأزمة لن تتكرر أبدًا، وقد كان هناك نقاش طويل عن إعادة صياغة لبنية التمويل العالمي. واجتمعت مجموعة العشرين في لندن وستجتمع مرة أخرى بغرض صياغة إجابات دائمة؛ وقد تم طرح بعض هذه الإجابات فعلا. فهل هناك دروس يمكن تعلمها بصفة دائمة؟

هناك إشارات حافلة بالأخطاء منذ البداية. فعبارة 'بنية التمويل العالمي' تنم عن سوء فهم للأسلوب الذي يعمل به التمويل الدولي. إنها تبدو عبارة صحيحة، ولكنها في الواقع تفتقد الدقة بقدر ما أن عبارة 'علم الملاكمة'

(*) العبارة معناها 'الحياة عالم من الأحداث المفاجئة، ونحن لا نعرف ماذا سيحدث في اللحظة القادمة، فلا تؤجل عمل اليوم إلى الغد'. وهذه العبارة استخدمتها الكاتبة الأمريكية- الروسية الأصل- أرنستين أولمر (١٨٩٢-١٩٨٧). (المترجم)

science of boxing غير دالة بدقة علـــى معنـــى 'التمزيـــق' disruption. فالقواعد، على خلاف البنية، مراوغة بصفة دائمة، ووحدات البناء- الائتمان والاستثمار- تتسم بالمرونة أو قابلية إعادة التشكيل. والبنية توحي بدوام البناء الذي لا وجود له إطلاقًا في عمليات التمويل المتقلبة بطبيعتها. وقد يتطلب أي حل الإقرار بوجود عدم استقرار- بل تناقضات- في طبيعة التمويل. هنـــاك بعض البوادر التي تدل على ذلك. إن حل الأزمات المالية سيتطلب الموازنة بين النقود التي يصعب الحصول عليها أو نقود منجـــر Menger`s money (وهي النقود التي نستخدمها في الصفقات التجارية والتي تعطي للسوق قوتها) من جانب ونقود المديونية debt money من جانب آخر. وقد خضنا صراعًا ضد هذا التشعيب؛ لأمد طويل دون إحراز أي نجاح مازلنا نتمسك بـــه. إن البلدة الوحيدة التي يقوم البنك المركزي بتوجيهها، والمستقلة اقتصاديًّا، هـــي البلدة التي يمكن أن تحقق التوازن بين الصفقات التجارية والمديونية لـــبعض الوقت- غير أن ذلك ليس مؤكدًا. فعالمنا لم يعد مكوّنًا من بلدان منعزلة قائمة بذاتها بل هو مكوّن من دول يعتمد بعضها على بعض، دول تحتل ســـيادتها القومية موقعًا ثانويًّا إزاء موقعها في المنظومة التجارية. وينبغي أن يعترف أولئك الذين يضعون القيود أنهم يتكبدون ثمنًا باهظًا؛ نموًّا منخفضًا، وفرصًا أقل، وربما مسئولية ذاتية أقل أيضًا.

لقد بدأت هذا الكتاب مطالبًا إياه أن يعطينا إجابات. ورأينا أن المشاكل جيوبوليتيكية بقدر ما هي تنظيمية. ولـــذلك فـــإن الحـــل يجـــب أن يكـــون جيوبوليتيكيًّا أيضًا. إن دخول النظم الاقتصادية الـــصاعدة إلـــى الاقتـــصاد

العالمي (وخصوصًا الصين) لا يمكن ولا ينبغي أن يتوقف، لكن لابد أن يكون هناك ترتيب أكثر توازنًا يمكن من خلاله توزيع الثروة العالمية. ومن الواضح، لأول مرة في التاريخ، أن مخاطر التوزيع تمثل تهديدًا للعالم المتطور اقتصاديًا بقدر ما هي كذلك للعالم الأقل تطورًا. ويجب أن لا ترتد التغيرات التكنولوجية المصاحبة لاتساع التجارة ونمو التمويل التجاري في الاتجاه المعاكس. فهناك فوائد كثيرة جدًا صاحبت كلاً من دخول النظم الاقتصادية الصاعدة وبزوغ العالم المترابط بشبكات برامج حاسوبية. أول رد فعل- خصوصًا من جانب رجال السياسة في القارة الأوروبية- هو العودة إلى الزمن الآمن حين تزول المشاكل الحالية. لكن هذا الأمر غير واقعي، ومحفوف بالمخاطر إن حدث. فهذا سيؤدي إلى المجازفة بإغلاق المنظومة التجارية في الوقت الذي نحن في أمس الحاجة إليها. ولحسن الحظ، فإن التغيرات قد لا يمكن قلب مسارها، لكن من الممكن كبحها واعتراض سبيلها، وذلك أمر في غاية السوء.

لقد سبق أن بينت أوروبا في الثلاثينيات مدى خطورة تدمير منظومة التجارة الدولية لصالح الفائدة القومية القصيرة النظر. وأنا مفعم بالأمل في أن أحد دروس أوائل القرن الحادي والعشرين هو أنه من المستحيل أن يتم تدمير منظومة التجارة الدولية بتبني نفس السياسة التي تهدف إلى تحقيق الاكتفاء الذاتي والكارثة السياسية. فقد يمكن الاعتراض على اندفاع المنظومة، لكن أوربا وأمريكا وآسيا وأمريكا الجنوبية وروسيا وأستراليا بدأت الآن بقوة في بناء منظومة أصبحت أكثر أهمية من أيّ دولة على حدة، ويبدو كما لو أنها

ستظل بسماتها الرئيسية. وقد تحدث روبرت روبين في يونيه ١٩٩٧ عن الأهمية المركزية للاقتصاد في السياسة الخارجية، قائلا: 'لا نبالغ حين نقول إن رفاهية اقتصادنا مرتبطة بشدة وبصورة لا رجعة فيها مع باقي بلاد العالم'. وبعد عشرة أعوام، اتضح أن رفاهة الولايات المتحدة، وأيّ بلد آخر، مرتبطة بصورة يمكن التراجع فيها ليس مع اقتصاد واحد فقط بل مع كل اقتصاد. لقد آلت أمريكا على نفسها أن تكون أكبر اقتصاد بلا منازع، وأن تكون الاقتصاد الأهم. ووفقًا للمقاييس المتفق عليها فإنها مازالت الاقتصاد الأكبر. لكن الاقتصاد الأكثر أهمية الآن تشمل العالم ككل. إن ما يربط أمريكا بالعالم، والعالم بأمريكا، لم يكن شيئًا من قبيل الصدفة بل كان هدفًا سياسيًا حدد إطاره روبين ولاري سمرز. وقد فقد هذا الهدف قوته ربما أكثر مما ذهبا إليه من استنتاجات عامة أو خاصة.

الشبكة العالمية الواسعة أثرت الملايين من الشعب الفقير

لقد أثرت الشبكة العالمية الواسعة الملايين من الشعب الفقير وطورت حياة الأغنياء والنظم الاقتصادية البازغة على السواء. وتصدرت الولايات المتحدة السبيل، ولكن ماذا يعني مثل هذا التكامل لمستقبل هذا البلد؟ هذا هو أحد أهم الأسئلة بالنسبة لنا جميعًا. فأمريكا لم تكن الاقتصاد الأكثر أهمية فقط، بل كانت كذلك القوة العسكرية الأعظم. وتظل أمريكا في أحوال كثيرة المثل السياسي الذي يحتذى به في نواح كثيرة من الحياة العامة والخاصة. لكن الرأسمالية الأمريكية التي كانت في يوم من الأيام آلية لا جدال بشأن

قدرتها الاقتصادية، منكفئة اليوم على نفسها منهكة القوى. وعلى حين أنه لا خلاف على القوة العسكرية للولايات المتحدة، إلا أن دورها القيادي قد صار ضعيفًا وأصبحت ثقتها بفلسفتها الاقتصادية مهتزة.

مازال هناك أسباب للاعتقاد بأن المستقبل سيكون شبيهًا جدًّا بالماضي. إن الجزء العميق من أمريكا وأسواقها السائلة، وكذلك سيطرة اقتصادها السياسي، كل ذلك ساعد الدولار لأن يكون عملة الاحتياطي المفضلة بصورة دامغة. وتحولت فوائد هذه السطوة إلى تكاليف وساعدت سيطرة الدولار على حدوث اختلالات أدت إلى الأزمة. وبدأ البعض يتساءل الآن بصراحة عن الغرض من الاحتياطي الدولاري. وفيما بعد، اعتبرت الصين وروسيا والبرازيل جميعًا أن قوة الدولار في ذاتها هي المشكلة- متجاهلة على ما يبدو أدوارها هي نفسها في مجال تعزيز سيطرة الدولار. وأعلنت الكثير من الدول أنها ستقوم في المستقبل بتحويل احتياطياتها إلى عملات أخرى، أو حتى إلى العملات الأصلية التي كان صندوق النقد الدولي يتعامل بها قبل العولمة. لكن هذا ما كان ليحل ربكة النقود. إن استثمار الاحتياطيات هو - بالتعريف- أن تنشئ جهة ما لإصدار السندات دينًا. فهل من المنطقي أن نفترض أن صندوق النقد الدولي سيكون أفضل حتى لو بقدر قليل في استيعاب العواقب غير المتوقعة لإنشاء الدين على نطاق أوسع من الخزانة الأمريكية أو وكالات الرهن؟ وهل من المنطقي أن نفترض أن صندوق النقد الدولي يمكن أن يصدر من السندات ما يبدو أكثر بكثير مما يريده المستثمرون؟

لا شك في أن مديري الاحتياطي يمكن أن يجدوا استثمارات لأرصدتهم خارج إطار الدولار، لكن الحجم الضخم للاحتياطيات العالمية يفرض قيودًا على عدد الأماكن التي يتم فيها استثمار هذه الاحتياطيات. كما أن هذا الحجم الضخم يحتاج أسواقًا ضخمة، وأموالا سائلة، ووسائل مباشرة للوصول إلى الأموال. وهذا الأمر قد يحد من مدى وصول هذه الأموال إلى أضخم أسواق السندات في الولايات المتحدة وربما الأسواق الأوروبية الجيدة. ولذلك فإن الدولار سيبقى- بحكم عدم وجود بديل- العملة الأهم للاحتياطي.

احتياطيات مَنْ هي في نهاية المطاف؟

من الأفضل أن نعترف بأن النقود الموجودة في شكل احتياطيات أجنبية لم تعد ضرورية لتجنب خفض أسعار الصرف، وأن هذه النقود تخص في الواقع شعوب تلك البلاد. كان السبب الأول لتكديس مثل هذه الاحتياطيات الضخمة هو تفادي عنف المضاربة، وبناء ثقة دولية في الاستقرار؛ والسبب التالي هو حماية الصادرات من عواقب التزايد في أسعار الصرف.

لا سبب من هذه الأسباب كافٍ لتبرير حبس أرباح الناس. تريليونات الدولارات في الاحتياطيات وما يصل إلى تريليونات تم الاستيلاء عليها من الأموال المكسوبة لدى الناس. وهذه الاحتياطيات هي حصيلة مكاسب عمال الصين والبرازيل وروسيا، ويبدو لي أن هذه الأموال المكتسبة لا ينبغي أن يتم استخدامها بحال من الأحوال كوسائل لنزوات الحكومات. الأفضل كثيرًا

للأموال المكتسبة عن طريق الصادرات أن يتم إنفاقها في تطوير الطرق والمدارس ومستويات البناء والمستشفيات ورفاهة الجماهير، وربما إنشاء صندوق قومي للمعاشات قائم على الاستثمارات القومية والدولية جنبًا إلى جنب. ومن الأفضل أيضًا أن تتم إعادة الأموال للعمال بصورة مباشرة في شكل دخول عالية أو ظروف أفضل.

مستقبل أمريكا

ماذا عن مستقبل أمريكا نفسها؟ لقد أشارت إدارة أوباما أن البلاد لن تتراجع عن الرأسمالية، ولكنها ستعمل على مواءمتها، تمامًا كما قام فرانكلين دي روزفلت بمواءمة الرأسمالية مع ظروف الكساد الكبير. ففي يونيه ٢٠٠٩، قال لاري سمرز، الذي أصبح للمرة الثانية في قلب صنع القرار ضمن إدارة أوباما:[١] 'إن الهدف ليس استئصال الأسواق أو استبدالها بغيرها. بل الهدف هو حمايتها من تجاوزاتها وتطوير منظومتنا القائمة على أساس السوق للأفضل.' وأنا أعتقد أنه لا ريب في أن عمليات التطوير تعني المزيد من التنظيم وليس التراجع عن المبادئ الأساسية التي سادت الأسلوب الأمريكي في النشاط التجاري: التحديث والربح والطموح الفردي. وسوف يتم تطبيق تلك التعهدات على الأمور المالية بنفس القدر الذي تنطبق به على أي صناعة أخرى. وقد يرى رجال البنوك الأمريكيون أن أطماعهم الشخصية لم يتم إشباعها بصورة مرضية وأنهم لذلك محاطون بخطر داهم. لكن يبدو أن العدد الإجمالي لهؤلاء قليل، على الأقل لسنوات عديدة.

يبدو أن هناك أيضًا بعض مشاعر التباهي بمزايا المنظومة الاقتصادية في أمريكا. لكن من الممكن أن يظل الأمريكيون أنفسهم مدة طويلة يعيدون تسوية أوضاعهم التي تعاني من الأزمة المالية حتى بعد أن تنتهي فترة الركود. فقد تستمر حالة النمو المنخفض والاستهلاك المنخفض ومعدلات الادخار العالية لفترة طويلة قد تمتد لعقد آخر. وسوف يؤثر هذا سلبًا على الجميع: بالقليل من فرص العمل، والقليل من المشاريع الجديدة، وربما بتحديث أقل ومتعة أقل بكل تأكيد.

وحتى برغم واقع النمو المنخفض، فإن من الضروري ألا نكون متشائمين جدًا. فالدولار يحتفظ بوضعه كعملة للاحتياطي، وربما يستمر كعملة رئيسية للمال الاحتياطي لسنوات كثيرة قادمة، وذلك برغم دورها الرئيسي في أزمة الائتمان المصرفي. فالمصدّرون في حاجة إلى تحديد غاية بضاعتهم وأمريكا هي المشتري المعتاد. ويبدو أن التوفيق بين وضع الدولار كعملة أساسية وأنماط التجارة غير القابلة للتغيير يؤدي إلى استئناف التدفقات الرأسمالية إلى أمريكا. ويبدو أن المفاجأة الكبرى لا تكمن في أن هذه الأزمة تؤدي إلى تقويض التدابير الاقتصادية العالمية القديمة بل تكمن في أنها تعمل على تعزيز التدابير القديمة في ظل قيود مختلفة.

وبكل تأكيد فإنه يقع ضمن اهتمامات المصدّرين أن يستمروا في 'الطريق الذي كنا نسير فيه'. ويمكن للبلاد التي تعوّل على الاستهلاك لدفع عجلة التنمية، مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، أن يعيدوا التوازن للاقتصاد بمجرد خفض الاستهلاك الداخلي، وخفض أسعار صرف العملة، وزيادة الصادرات.

أما بالنسبة إلى البلاد التي تعتمد على الصادرات، فإن انخفاض النمو على المستوي العالمي يضر بصادراتها، لكن هذه البلاد لا يمكنها أن تستحث الاستهلاك لتعويض العجز. هذا هو سبب أن الاقتصاد الألماني تقلص أكثر من اقتصاد المملكة المتحدة وأن الإنتاج الصناعي الياباني تراجع أكثر مما حدث في أمريكا. وقد اتضح أن الصادرات، التي تم إهمالها إلى حد كبير في لحظات الرواج الاستهلاكي، هي نفسها أكثر عرضة لأضرار الأزمة. هذا درس آخر لضرورة أن يتسلم العمال ثمار عملهم بحيث يمكنهم أن يستهلكوا كما يريدون. فإذا لم يكن في مقدور المصدّرين أن يحققوا نموًا، فإن من واجب أمريكا وبقية البلاد المستهلكة تحمل عبء دعم النمو الاقتصادي مرة أخرى على مستوى العالم؛ ربما بسرعة أقل، وربما تدريجيًا. لا شك في أن مصلحة كل إنسان أن تستمر نفس الظروف التي أدت إلى الأزمة العالمية، أو على الأقل أن تظل هذه الظروف كما هي لمدة عقد أو أكثر. ولا شك أيضًا في أن زعامة أمريكا مازالت هي مفتاح الرفاهية لنا جميعًا.

إيمان طويل المدى في الجديد

أظهرت المؤسسة السياسية الأمريكية حكمة لافتة للنظر بشأن المستقبل المالي عند توقف الحرب الباردة. اتضح هذا في تصريحات- وسياسات- روبين وسمرز. لقد بدأت تحديات العولمة والتكنولوچيا تتشعب كعروق وريد في خطب السياسيين ورجال البنوك داخل البلاد. ويوضح تقرير لمجلس

الشيوخ الأمريكي في عام ١٩٩٩ أن: 'التحديث في التكنولوچيا ووسائل الأداء المالي قد يؤدي إلى سيولة وتوسع مستديمين؛ لكن من الممكن أن تفوق خطى التحديث مقدرة المشاركين في السوق على استيعاب نتائجه ومراقبتها.'[٢] والنتيجة التي توصل إليها التقرير هي أن أي تهديد للمنظومة المالية الأمريكية جاء من جانب الأسواق الأجنبية وليس المحلية؛ ومن جانب البلدان المنظمة تنظيمًا أقل جودة، الأمر الذي أدى إلى إرباك الاستثمارات الأمريكية، وليس من جانب أمريكا نفسها التي بدأت تعاني من الارتباك. وفي باب منه عنوانه 'الزعامة الأمريكية' قال التقرير: 'يبدو أنه ليس من قبيل المبالغة أن نخلص إلى أن الولايات المتحدة تملك الآن، على وجه الإجمال، القدر الأكبر والأكثر سيولة من الأوراق المالية وأضخم سوق للمستحقات الآجلة...' وقد كان هذا التحليل صائبًا ويظل كذلك إلى الآن. لكن ما عجز مجلس الشيوخ أن يدركه هو أن صفات وحجم هذه السيولة تحديدا هي التي أدت، بعد سبعة عشر عامًا، إلى التدهور المالي لبلاده. لقد كان النجاح والأسواق المتقدمة هما المتهمين. غير أنه لم يكن هناك بديل مقبول لهذه الأسواق لدى معظم المستثمرين الذين تنقصهم المهارات أو الدأب في السعي للوصول إلى الاستثمارات السائلة أو الصعبة التقييم. وسوف تستمر السيولة في ممارسة دور هام، وتستمر السيطرة على الأسواق الأمريكية لعدة أعوام. ومازالت هناك حاجة ماسة إلى أمريكا.

إن أمريكا لم تفقد على الإطلاق رغبتها في تمييز الأمور الهامة، بما في ذلك اتجاهات التكنولوچيا والعولمة (وسط طبقتها السياسية على الأقل).

وفي القرن الماضي، كانت سيادة أمريكا تعود جزئيًا إلى قدرتها غير المحدودة، بصورة واضحة، على إعادة اكتشاف ذاتها. فإن لم يتحقق شيء من ذلك، فإن أولئك الفاشلين ينفضون الغبار عن كاهلهم ويحاولون العثور على شيء ما يمكن تحقيقه. ولا شك في أن ذلك ينم عن ثقة ملحوظة، بل وربما فريدة في نوعها، في مستقبل أفضل. وأنا لعلى يقين من أن هذه الروح ستعود إلى الظهور حتى في ظل أي ظروف حرجة.

الإيمان في مستقبل كريم يمتد ليصل البنك المركزي الأمريكي. وعلى الرغم من تجربة أزمة التجارة الإلكترونية، فقد نظر جرينسپان إلى التكنولوچيا نظرة ملؤها الرعب. وفي الفقرة التي اقتطفناها منذ قليل، فإنه بدا أيضًا مدركًا للمخاطر الاحتمالية، وذلك مع أنه لم يستطع أن يحدد ما هي هذه المخاطر:[٣]

> 'التكنولوچيا تواصل العمل على تحقيق تحول سريع، وبالتالي إثارة قدر كبير من الشك في عالم التجارة على المستوى العالمي. وسوف تكون السياسة النقدية، وأنشطة الرقابة والتنظيم، وعمل منظومة السداد، كلها في حاجة إلى أن تكون وفقًا على تأثيرات ذلك التحول التكنولوچي'.

قد يتعين على أمريكا أن تعوّل على رغبتها في تحديد وتوجيه الاتجاهات التي ستفرض تحولا اجتماعيًا في المستقبل يماثل ما كان في الماضي. إلا أن أمريكا- باعتبار أن تأثيرها هو الأهم بما لا يقاس على تكنولوچيا المعلومات- خصوصًا في الاستخدامات الاجتماعية لتكنولوچيا

برامج الإنترنت- تظل المتحكمة في 'وسائل الإنتاج' العالمي. فهي القوة التي تحسدها الدول المنافسة لها، مع أن هذه الدول لا تتمنى إلى الآن أن تحل محلها. كما أنها أيضًا القوة التي تمثل الصفات الأبرز للثقافة الأمريكية- الانفتاح، والشفافية، والمناقشة العامة- التي مازال العديد من الدول الأخرى، وربما معظمها، تفتقدها.

وعلى الرغم من أن هناك ما يتعارض مع ذلك من سمات، فإن من مصلحة البنوك الدولية أن تنشر هذه الثقافة. فكافة الأنشطة التجارية لهذه البنوك تتوسع من خلال استخدام تكنولوچيا المعلومات. والأزمة التي تتسع منذ وقت طويل لتشمل كل بلاد العالم ووصلت في النهاية إلى أمريكا عام ٢٠٠٧ تعوّل على تعافي كل من أمريكا والبنوك من أجل تخفيف حدة الضغط على الأماكن الأخرى. فهناك رغبة للزعامة في مجال المعلومات لدى كل من أمريكا والبنوك.

الأزمة أثارت قضية التحول في النظم
الاقتصادية البازغة خلال ستة أعوام

معنى ذلك أنه كان متوقعًا، لأول مرة في التاريخ المدوّن، أن تحقق كل من الولايات المتحدة وكندا وأوروبا ما يقل عن نصف إنتاج العالم في عام ٢٠٠٩. وكان المتوقع أن يحدث هذا عام ٢٠١٥؛ ذلك لأن الأزمة أثارت ضرورة أن يحدث تحول في النظم الاقتصادية البازغة خلال ستة أعوام. ومن المتوقع أن تستمر النظم الاقتصادية في دول مثل البرازيل والصين في

النمو بوتيرة أسرع من النمو في العالم المتطور اقتصاديًا في المستقبل الذي يمكن التنبؤ به، الأمر الذي يعني أن نصيب الدول الناضجة والديمقراطية والليبرالية في التنمية العالمية سيواصل الانخفاض. والطريقة التي ستتم بها صياغة القضايا الجيوبوليتيكية ستترتب عليها نتائج هذه المسألة. وقد عبرت كل من الصين وروسيا من قبل أنهما تريدان نصيبًا أكبر في اتخاذ القرار في مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي. كانت الأزمة قد حدثت بسبب انتقال القوة للدول الكبرى البازغة بطريق تراكم الاحتياطات المالية، ثم عجلت هذه الأزمة بازدياد قوة هذه الدول لمدى أبعد. وقد يرى أصحاب نظرية المؤامرة مخططات سياسية في هذه القوة الزائدة؛ لكنني أعتقد أنها حدث لا يمكن تفاديه. إن تأمل الطريقة التي استثمرت بها الصين احتياطاتها يوحي بأنه كان يتعين عليها أن تتعلم الكثير عن الاستثمار، سواء داخل بلادها أو في صفقاتها التجارية الخارجية.

أزمة بلا نهاية

من المتوقع، إذن، أن تستمر معظم الأبنية الجيوبوليتيكية التي تسيطر عليها الولايات المتحدة لمدة طويلة. فالأمريكيون يسيطرون على البنية المؤسسية. وعلى أية حال، فإن أزمتنا نفسها هي استمرار لحالة فوضى طويلة جدًا دامت لنحو تسعة عشر عامًا على الأقل. لكن من غير المتوقع أن تؤدي أزمة لا نهاية لها إلى وقف الترتيبات الحالية إن كانت هذه الأزمة

جزءًا متممًا لهذه الترتيبات لمدة تقترب من عقدين. وقد رأينا في مستهل هذا الكتاب أن الجذر اليوناني القديم (κριvω) لكلمة crisis[*] الإنجليزية كان المقصود منها 'يصدر حكمًا' أو 'يفصل' أو 'يختار'. ونحن واهمون حين نظن أن أزمتنا المالية تختلف عن السياق العام للأزمات المماثلة. إنها تختلف بكل تأكيد عن السياق العام لأزمتنا المالية الحالية في الغرب، لكن هناك لمحة من مشاكل مماثلة تشمل العالم كله طوال العشرين عامًا الماضية. وفي غضون تلك الفترة، أصابت هذه المشاكل كلاً من أوروبا وأمريكا مرتين على الأقل. وأصابت جنوب شرقي آسيا مرة واحدة ولم تغادر اليابان على الإطلاق. الجانب الصادم في أزمتنا المالية هو أننا وليس سوانا من يعانون. وسيكون هناك بطبيعة الحال تغيرات، ولكن عليك أن لا تتوقع تعديلات كبيرة في النظام القانوني، أو تكييفًا للبنية المالية وفقًا للظروف الجديدة. وإكرامًا لنا جميعًا، لا تتوقع أن تضعف الزعامة الاقتصادية لأمريكا.

تحديات تواجه البنوك المركزية والمصدّرين

من الناحية الأخرى، من المحتمل أن تحدث بعض التغيرات في المشهد المالي، خصوصًا في الطريقة التي كان يُنظر بها للبنوك المركزية التي لم يكن من الممكن انتقادها من قبل. وربما يكون الدعم العام لاستقلال البنوك المركزية قد اهتز. لكن استقلال البنوك المركزية كان يعاني فعلا من ضغط

(*) أيّ 'أزمة'. (المترجم)

المساعدات الضخمة التي يقدمها البنك الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي والبنك المركزي الياباني وبنك أوف إنجلند إلى نظمها الاقتصادية. فهي مقيدة فعلا بالمسيرة السياسية بأشكال لم يكن من الممكن تصورها منذ عامين.

إن الاستقرار المالي الذي كان قد تراجع في البنوك المركزية في أواخر السبعينيات عاد إلى الظهور باعتباره أحد متطلبات رجال البنوك المركزية. وأصبح التضخم الآن يبدو كما لو أنه مصيبة هينة. وبرغم التأكيدات الداعية إلى الثقة بأن التضخم لا يزال الهدف الرئيسي لرجال البنوك، فإنه يبدو أن من الضروري على الأقل بذل جهود كبيرة للمحافظة على النمو ووضع قواعد مالية. وعلى أية حال، ليس من الواضح، وفقًا لمجمل الأداء في العشرة أعوام الماضية، أنه مازال يمكن الثقة في أن البنوك المركزية المستقلة يمكنها احتواء الأزمات- أو حتى التضخم- أكثر من البنوك المركزية السالفة وغير المستقلة. ويرى السياسيون، الذين لابد أن يخضعوا لحكم الناخبين بعد الأزمة، أن ترف البنوك المركزية المستقلة قد يبدو مكلفًا جدًا. ومن المحتمل أيضًا أن يواجه رجال البنوك المركزية غير المسئولين الكثير جدًا من الاستدعاءات لتبرير قراراتهم. هذا قد يصدق بشكل خاص على بنك الاحتياطي الأمريكي وبنك أوف إنجلند، غير أن الدور المحوري الذي يلعبه البنك المركزي الأوروبي في احتواء المشاكل في منطقة اليورو يثير تساؤلات بنفس القدر. إن سيولته المثيرة للجدل ونظمه الخاصة بصفقات السندات تؤكدان أنه سيلفت الأنظار بصورة أكثر قوة عن ذي قبل.

بدون أيّ تخطيط متعمد حصلت منطقة اليورو على مؤسسة للقيادة المركزية

في أوروبا، أحدثت الأزمة المالية تحولا في التوازن السياسي، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بدور مركزي لم يقم به جهاز حكومي. وأصبح البنك ذا أهمية كُبْرَى لمستقبل العملة الموحدة والنظم الاقتصادية للعملة الموحدة أكثر من أيّ دولة عضو، بما في ذلك ألمانيا. كما أنه أصبح يحمل المفاتيح الاقتصادية للبلاد المجاورة لمنطقة اليورو. لقد أصبح قوة سياسية ضخمة متنكرة في زي سياسة نقدية. وبدون أيّ تخطيط متعمد حصلت منطقة اليورو على مؤسسة للقيادة المركزية يمكنها إصدار أمر نافذ في كل أنحاء المنطقة، ويدين لها ما لا يقل عن نصف عدد الدول الأعضاء بفضل الدعم غير المحدود للمساعدات التي قدمتها لمنظوماتها المصرفية. وستكون تلك المساعدات ضرورية لوقت طويل، وهو ما يمنح البنك المركزي الأوروبي فترة طويلة يوطد خلالها قوته.

وعلى الرغم من مخاوفه المفاجئة، كان بإمكان البنك المركزي الأوروبي أن يتدخل في الشأن السياسي دون أن يدفع ثمنًا سياسيًّا فادحًا. والواقع أن هذه القوة قد لا تكون مستدامة على المدى الطويل. كما أن الدولة ينبغي أن لا تتم إدارتها ببنك مركزي. والسبيل الوحيد للتقدم إلى الأمام هو أن تُوحّد الدول الأعضاء قواها السياسية، فمثل هذا التوحيد لا يمكن تجنبه. ومن الممكن أن يتم تعميم تكلفة الأزمة الحالية على النطاق الإقليمي الذي يتطلب دمجًا سياسيًّا أكبر. ونظرًا لأن الدولة الألمانية يمكن أن تدفع الفاتورة الكبرى، فإن ألمانيا ستكون أهلا للقيام بدور سياسي قيادي.

دور جديد لصناديق المضاربة

ومن المحتمل جدًّا أن تشهد صناديق المضاربة تغيـرًا، وربمـا قـد يعتبرها كثيرون اتجاهًا اقتصاديًا غير مرغوب فيه. والبعض يذرف الدموع على صناديق المضاربة التي انهارت في العامين الماضيين، وهناك تحركات من جانب الأوروبيين تحديدا للحد من نشاط هذه الصناديق. غيـر أن هـذه الصناديق، على خلاف البنوك في الكثير من البلاد، لم تتلق ولن تتلقـى أي مساعدة من أي حكومة. والذين قاموا بتلك التحركات خلال أوضاع العسـر المالي للاثني عشر شهرًا الماضية هم الموظفون المحنكون الأكثـر توازنًـا والأكفأ تقريبًا من العديد من البنوك. وستظل هذه الاتحادات الرأسمالية قـوة تدفع إلى المزيد من التمويل. وبكل تأكيد، سيظل دورها هو التحـذير مـن الأنباء التي لا يحب أن يسمعها كثيرون، لكنها تقوم أيضًا بـأدوار الإنـذار المبكر فيما يتعلق بالمخاطر غير المستدامة. وقد أظهـرت الجهـات التـي تواطأت مع الطبقة السياسية– مثل صندوق 'الإدارة المالية طويل الأجـل'– أنها المؤسسات الأكثر عرضة للمخاطر. ولا شك في أن التوحش هو مستقبل صناديق المضاربة وليس الإذعان.

من جانب آخر، ستكون الصناديق الأخرى باقية في نطـاق عملهـا، ولكن بصورة مختلفة تمامًا عن الصورة التي حدثت قبل عـام ٢٠٠٧ بـل مختلفة عن الصورة التي تم التخطيط لها. إن كل الصناديق الكبيرة واعيـة سياسيًا وقادرة تمامًا على تحريض سلطة على سلطة أخرى لصالح وحـوش الأسواق. وفي أحوال كثيرة، فإن الاقتصاد يستفيد من وجود هذه الصناديق. وبطبيعة الحال، فإن كثيرًا منها سيتوارى أيضًا (وربما قد اختفى كثير منهـا

فعلا)، ذلك لأن نموذج نشاطها التجاري كان قائمًا على السيولة، تلك السيولة التي لا تعود لحالتها القديمة. أما بقية الصناديق، فإن مكافآتها قد تكون عالية لأعوام عديدة بل مثيرة لاضطراب أسعار الاستثمارات في بعض المناطق.

هناك أسباب أخرى لتوقع أن صناديق المضاربة- أو الصناديق الأخرى المشابهة لها- تحتفظ بدور هام. فهذه الصناديق تمثل هجرة القوة المالية من البنوك إلى المؤسسات الصغرى. إنها عملية ذات صلة وثيقة بعمليات تطوير التكنولوچيا، وهي تقريبًا عملية لا يمكن وقفها. ولم تقض بقايا صناديق المضاربة التي ظهرت في الثمانية عشر شهرًا التي أعقبت أغسطس ٢٠٠٧ على القطاع لكنها فتحت الفرص أمام الصناديق التي لا تزال باقية. وهذه الاتحادات الرأسمالية القابلة للحركة ستكون ذات أهمية ليس فقط ببعض البنوك التي تستثمر أموالها بصورة مباشرة، فهي قد تدعي لنفسها أدوارًا أكبر كانت وقفًا على البنوك من قبل: عمليات الدمج والحيازة، وتقديم المشورة لمصدِّري السندات والمستثمرين، وتحليل اتجاهات الاستثمار. وقد نرى صناديق المضاربة توسع من دورها إلى حدٍّ بعيد. قال لاري سمرز: 'المنظومة المالية لم تؤد وظيفتها المطلوبة كحامل وموزع للمخاطرة، ولكن بدا بالعكس أنها مصدر المخاطرة.' فلماذا لم يعترف بأن المخاطرة ملمح ثابت في المشهد المالي وأن حدوث المخاطرة هو ثمن التقدم؟ إن هذا يمكن أن يتيح للباحثين عن المخاطرة- صناديق المضاربة- أن يلقوا على عاتقهم ما لا يرغب فيه الآخرون.

إن صناديق المضاربة تمثل، في بعض جوانبها، مقرطة للمخاطرة المالية التي أصابت كل جوانب حياتنا. وأصبح التمويل متسمًا بالديمومة

بأشكال كان من الممكن أن تبدو مذهلة حتى منذ عقد من الزمان. فقد اعتدنا على فكرة أن نكون مسئولين عن معاشاتنا التقاعدية، والاتجار في المشتقات المالية، وحتى أن نصبح خبراء في سلامة بنكنا. وقد أتاح ظهور شركات مثل مؤشر **IG Index** منتجات مالية متطورة لأي شخص يستخدم الكمبيوتر- وهو تقريبًا كل شخص في الغرب.

أكثر المشاركات الآن هي مشاركات بالنيابة وليس فقط في الشبكة الاجتماعية على مواقع الإنترنت

ويقال إن البنوك تشبه الديمقراطية النيابية؛ فنحن ننتخب مشرِّعين ليقوموا بالتصويت نيابة عنا في الأمور التي ليست لدينا خبرة فيها أو ليس لدينا وقت للتفكير فيها. وبنفس الطريقة يقوم رجال البنوك بتجميع مدخراتنا وتحديد من سيقرضها. ونحن لا ننتخب رجال البنوك، لكنهم يعملون- بصورة ما- نيابةً عنا. غير أن التمثيل بالنيابة هو نموذج لاستخدامنا التكنولوجيا لنستفيد منه. وأكثر المشاركات الآن هي المشاركة بالنيابة وليس المشاركة عن طريق الشبكة الاجتماعية على مواقع الإنترنت. وقد بدأت هذه العملية في العمل المصرفي أولا، وهي ضرورية في سياستنا أيضًا إن كانت ستعمل على تأمين مصالحنا. وإذا كان في إمكان المستثمرين الأفراد أن يكرروا من أجل المنحة الحكومية نوع المهن التي اعتادت الإدارة المالية طويلة الأجل على ممارسته منذ عقد واحد فقط- وذلك في مقدورهم- فلا شك في أننا يمكن أن نكون مسئولين تمامًا عن إقرار سياسة الحكومة بالتعاقد المباشر.

أيُّ نوع التغيير التنظيمي؟

منتدى الاستقرار المالي **The Financial Stability Forum** منظمة دولية تشمل تقريبًا كل البنوك المركزية والمسئولين عن الإدارة المالية في النظم الاقتصادية الكبرى، بالإضافة إلى أهم النظم الاقتصادية البازغة مثل الأرجنتين والهند والصين وروسيا والبرازيل. وعقب الانهيار الحالي الذي أصاب العمل المصرفي الغربي في أواخر عام ٢٠٠٨، أعد المنتدى مسودة مقترحات لتعزيز المنظومة المالية عن طريق التطبيق الصارم جدًّا للكفاية المالية للبنوك، وإدارة السيولة، والرقابة الإدارية الأفضل. واقترح المنتدى أيضًا أن تكون المخاطرة أكثر شفافية، عاكسة الصراعات الموجودة بين وكالات التصنيف، ومستفيدة من رد فعل السلطات تجاه المخاطرة.

كل هذه أهداف نبيلة غير أن الكثير منها ليست جديدة، كما أن المشكلة ستكون دائمًا أن ردود الفعل إمبريقية وليست شمولية – فهي تدور حول أمور بعينها، الأمر الذي يعني أن الردود، كلاً على حدة، مقنعة ولكنها في مجملها إما غير جديدة أو حتى خلافية. وعلى سبيل المثال، هناك اعتراف بأن رأس المال داخل البنوك محب لدوران رأس المال **Pro-cyclical**– وهو عالٍ جدًّا في الأوقات المناسبة ومنخفض جدًّا عند الأزمات. وعلى هذا، يوصي المنتدى بضرورة 'أن يزيد رأس المال حين تكون الأوضاع المالية قوية، ويمكنه أن يتراجع في فترات الإجهاد الاقتصادي والمالي'. هكذا حاولت الكفاية المالية أن تعمل لأعوام عدة. ولا شيء جذريًا أو حتى مختلفًا في هذه التوصية.

الشبكة المالية الحالية مليئة بعيوب شاذة، وأنا أزعم أن الشبكة الجديدة لن تكون مترابطة من الآن فصاعدا، لكن الأمر قد يستغرق سنوات حتى ينكشف الغطاء عن تلك العيوب الأكثر خطورة. اتفاق بازل ٢ قسَّم رأس المال على أساس التصنيفات والسيولة الظاهرة، على النحو الذي أوصى به المنتدى، لكن كلا المعيارين كان مضللا للغاية. ويتعامل البنك المركزي الأوربي مع سندات الحكومتين الألمانية والهولندية باعتبارها مساوية لسندات الحكومتين اليونانية والمالطية. إنه التساوي الذي لا يوجد إلى الآن ما يبرره.

ويوصي المنتدى في قسم آخر أن من الضروري 'الحد من تكاليف الإجهاد المالي الأولي' عن طريق استخدام المصدات المالية المرنة. لكن المرونة يصعب تحقيقها حينما لا يكون المتنافسون في حاجة لمثل هذه المرونة؛ كما أن المرونة بالمثل قد ينظر إليها المتنافسون وحملة الأسهم في حالة الانكماش باعتبارها دليلا على الضعف. وقد ينظر إليها المسئولون القانونيون أنفسهم على اعتبار أنها مظهر من مظاهر الضعف. وهناك دافع قوي لدى البنوك لعدم استخدام مثل هذه المرونة.

الصناعة المصرفية

لا تعبأ بالحلول الخاصة

الصناعة المصرفية لا تعبأ بالحلول الخاصة، ولا حتى بالاتفاق بين الدول. وهناك فرصة ضئيلة لأن يتم تحقيق حتى أبسط الاقتراحات التي طرحت إلى الآن تحقيقًا كاملا، أو أن تتم مراقبتها إن تم تحقيقها.

إن التنافس بين الدول سيبز الاتفاق الجماعي بصورة مستمرة. ومن الواضح الآن أن الاتحاد الأوروبي لن يستطيع اتخاذ موقف متحد بشأن نوع النظام القانوني الذي ينبغي تطبيقه داخل نطاق الاتحاد. فبريطانيا تعترض على تطبيق القواعد في كل أنحاء الاتحاد الأوروبي، الأمر الذي قد يعوق تطور الخدمات المالية التي يعتمد عليها الاقتصاد. فإذا كان هناك اختلاف في آراء البلاد الأوربية متوسطة الحجم المساهمة في معظم تلك المؤسسات، فإنه لن يكون مرغوبًا وجود اتفاق عبر المسافات الكبرى، كالتي بين أوروبا والولايات المتحدة أو بين الصين والولايات المتحدة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن كل حكومة ستكون في الأجل القريب أكثر انشغالاً بسقوط شظايا الأزمة المالية على اقتصادها. ومن قبل، كانت القوة الدافعة التي تحرك النظام القانوني لكل أنحاء العالم يتم تجاوزها بالتسويات النوعية لكل بلدة بحيث يمكن معالجة المشاكل النوعية. لكن هذا لن يتغير أيضًا على الأرجح. فعندما قام لورد تيرنر المسئول عن هيئة الخدمات المالية في المملكة المتحدة بتحديد عواقب 'التمويل العالمي بدون حكومة عالمية' فإن ملاحظته كانت دقيقة ولكنها كانت ملاحظة لم تتمخض عن أي وصفة علاجية مفيدة. ومازال للتمويل العالمي أوليته وتصدره على الحكومة العالمية. ففي أعقاب الأزمة تكون حكومات كثيرة معتمدة بصورة مباشرة جدًا على رأس المال الأجنبي في مواردها المالية أكثر من الفترة السابقة على الأزمة. وقد شهدت بنفسي طلبات وزارة الخزانة الأمريكية مقدمة لمديري

الاحتياطيات الأجنبية لئلا يتخلوا عن سوق الخزانة العامة. وقد تكـون قـوة التمويل الدولي الآن مساوية لقوته فـي أي لحظـة مـن سـنوات الـرواج الاقتصادي، واعتماد الموارد الحكومية على تلك القوة واضحة بكل جلاء.

الأزمات كثيرة جدًا ولكنها مازالت غير كافية

لم يكن هناك أزمات مالية قليلة في السنوات الأخيرة. لكن بعض هـذه الأزمات لم أفكر فيها أصلا، مثل أزمة آلية سعر الـصرف الأوربـي عـام ١٩٩٢، وأزمة النقد في أوروبا الشرقية في منتصف التـسعينيات. وولّـدت الفترة اللاحقة لمنتصف السبعينيات حزمة ضخمة من الأزمات المالية لـذلك القرن على الأقل. وفي الواقع، فإن عهدنا ربما يكون قد شهد أكبـر كثافـة للانهيار الاقتصادي في التاريخ. لقد شهدت فترة الثلاثـين عامًـا الماضـية مستويين عاليين جدًا من الانهيار الاقتصادي؛ في عام ١٩٨٣ حين أصـيبت ٣١ دولة بأضرار، وفي عام ١٩٩٤ حين أصيبت ٣٦ دولة بأضرار مماثلة. بل وما أصيب في الانهيار الاقتصادي الهائل للأزمة الحالية من الـدول لـم يصل عددها لأرقام تقترب من هذه الأرقام. ووفقًا لحساباتي، فإن عدد الدول التي أصيبت حاليًا ١٧ دولة- غير أن هذا العدد سرعان ما يمكن أن يرتفع. يقول البعض أن هذا مظهر من مظـاهر الفـشل الـذريع للرأسـمالية، وأن الارتفاع الهائل لعدد المشاكل يدل على أن المنظومة غير قادرة على تـوفير الرفاهة الشاملة. إن مستوى البؤس والعسر في البلاد التي ضربتها الأزمـة

يبرر إشفاقنا– خصوصًا إذا كانت هذه الحالة قد تسببت فيها بصورة جزئية، كما حدث في تايلنده، الجهات المسئولة عن عمليات التكامل مثل صندوق النقد الدولي.

وهناك طريقة أخرى، أكثر إيجابية، لرؤية هذا الارتفاع الاستثنائي في الانهيار المالي. ففي أعقاب أزمات انفجار العملة والتمويل المصرفي والحكومي من منتصف السبعينيات أمكن الحصول على مصادر معلومات أوسع من كافة الأنواع، بما في ذلك مصادر القرض المصرفي. ومن عدة وجوه، فإن ارتفاع عدد الدول المتضررة تعتبر 'مقياسًا للحرية' وليس دليلا على النكبة الشاملة.

وأذكر أنني حينما كنت صغيرًا، منحني والداي حق استخدام دفتر توفير مكتب بريد قيدت فيه مصروفات جيبي وكان بإمكاني أن أسحب منه النقود وقتما أشاء. لكن دفتر التوفير لم يكن يقدم القروض المصرفية. بالنسبة لوالديّ، كانت هذه هي الطريقة الأكثر أمانًا لتعريفي بنوع من الحسابات المصرفية. ونتيجة لكثرة السحب، تعين عليّ أن أنتظر حتى أكون راشدًا لأستطيع معرفة المخاطر الكامنة. لقد بدا لي أن نقودي آمنة بفضل دفتر التوفير؛ لأنني كنت دائمًا في جانب الدائن، ولأن مكتب البريد هو معقل الأمان. لم أكن أدري أن مكتب البريد مدين لي بالنقود، كنت أدري فقط أنه يرعى نقودي بالنيابة عني. فالنقود لم تكن، حسبما كنت أعرف، دينًا على مكتب البريد، بل مجرد رصيد.

كان مكتب البريد كبيرًا وآمنًا ولا يمكن أن يقع في خطر. وقد كان يتم التعامل مع وزارة الخزانة الأمريكية، ثم أسواق وكالات الرهن بعد ذلك، باعتبارها دفتر توفير مكتب بريد العالم، وذلك لمدة تزيد على عقد من الزمان؛ فقد كانت توفر، على ما يبدو، أسواقًا آمنة وعميقة يمكن سحب النقود منها في التوّ واللحظة. وفيما يتعلق بهذه المسألة، يبدو أنه تم توجيه القليل من الاهتمام لحصة المستثمرين الأجانب حتى إنه كان هناك دين على الجانب الآخر من أصولهم. كما أن غلبتهم داخل هذه الأسواق لم تجبر مستثمرين آخرين على البحث عن ديون أخرى مثل الاستثمار والديون المقيدة بضمان المدينين الأقل التزامًا.

ويوضح تفجر الأزمات أنني لم أكن الشخص الوحيد الذي بذل أقصى جهده من أجل تحمل مسئوليته المالية منذ سبعينيات القرن العشرين. لكن السلسلة المتلاحقة من الاضطرابات التي أصابت العالم ربما تكون أو لا تكون قد انحسرت وتوقفت. فالأزمات تعبير عن المخاطرة، والمخاطرة تعبير عن الرغبة في التطور والحصول على فرص أفضل. والعجيب أن الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر كان لابد أن تثير قلقنا في السنوات الخمس الماضية ولكن الكره البالغ للمخاطرة كان من الممكن أن يدفع آخرين إلى القيام بمخاطر غير مسموح بها. وقام مديرو الاحتياطات بالتركيز على تفادي المخاطرة، الأمر الذي أدى إلى التعجيل بالكثير من مشاكلنا الحالية.

قد يكون ثمن القضاء على الأزمة متمثلا بوضوح في الدين الحكومي العالي، أو الإنفاق الحكومي المنخفض، أو الضرائب العالية، أو في العناصر

الثلاثة كلها بالنسبة للجيل كله. ونحن في الغرب مجرد جزء من سلسلة طويلة من المقترضين والمستثمرين الذين خدعتهم التدفقات الرأسمالية الدولية، وسوف يجعلنا هذا ندفع ثمنًا مماثلا لما دفعه التايلنديون والسويسريون والفنلنديون والمكسيكيون والأرجنتينيون. ومن المحتمل أننا لم نصل حتى الآن إلى نهاية للأزمات الحالية. وإذا كان بمقدورنا أن نعود بذهننا إلى ثلاثين عامًا أخرى فإن أزمتنا الغربية قد تكون مجرد فصل من فصول عدم الاستقرار المالي الدائم. ومن يدري إن كان من المحتمل أن تضرب اليابان أزمة مالية ثالثة أو حتى رابعة بعد ذلك؟ وهناك تكاليف چيوبوليتيكية لا ينكرها أحد. وقد برهنت الولايات المتحدة أنها ليست أرض الفرص اللامحدودة. لكن المستثمرين في الثروات الأجنبية، ويا للعجب، حرموا إلى حد بعيد من الاستفادة من الأزمة، ولذلك فقد بدا أن مديري الاحتياطيات قد حصلوا على شيء ما. ومع أن سوق الخزانة قد تصبح الخاسر في الأجل الطويل إن اجتنب الأجانب السوق كما يهددون، فإن السلطة الأدبية الأمريكية نفسها قد تكون الخاسر الأكبر. ففي السنوات العشر الماضية اتجهت هذه السلطة من موقف الهيمنة التي لا شك فيها في نهاية عام ١٩٩٧ إلى موقف التماس المساعدات الأجنبية عن طريق سوق السندات الحكومية. وفي تلك الأثناء، كانت هذه السلطة الأدبية موضع شك بسبب الوضع في العراق. وغالبًا ما كانت الدول المتحالفة التي شاركت أمريكا بصورة معلنة في ضرب العراق– وأفغانستان– هي أيضًا تلك الدول التي واجهت معانيات الموجة الأولى من الأزمة: المملكة المتحدة وإسبانيا

والدنمارك وأيسلندا وهولندا وبولندا وجمهورية التشيك واليابان وكوريا الجنوبية. وقد تحول الملمح العام والرئيسي لهذا 'التحالف الطوعي' إلى نزعة لزيادة ديون الأسرة.

لقد تبين أن الحلم الأمريكي سراب، أو هدف لا يمكن أن يحققه الكثير من الأمريكيين الفقراء من خلال نظم سياسية تشرع في فرض ملكية المسكن على الفقراء أرادوا أم لم يريدوا. وقد يعني اتساع نطاق هذه الأزمة أن من الصعب على كافة البلاد، وكذلك الأفراد، توقع أيّ مستقبل أفضل. أما مكاسب الأزمات المالية التي شهدناها (في الصادرات الإسكندنافية، والتكنولوچيا العالية، والقدرة على التكيف) في الماضي فقد اعتمدت على التطور في مكان آخر. وكل بلد تقريبًا في الغرب وبلاد كثيرة أخرى قد يخضع لتطور مكبوح لفترة ممتدة. فقد لا يكون هناك محرك للتعافي يساعد على تصحيح الأوضاع، وبالتالي في هيكلة المكاسب. ومن المحتمل أن يتحقق قدر من التطور في البلدان الآسيوية، ولكن هل ستكون هناك نفس الرغبة بالنسبة للسلع الغربية؟

كانت الحكومات هي الوكالات الوحيدة القادرة على

أن تحصل على القدر الكافي من القرض المصرفي

كانت الحكومات هي الوكالات الوحيدة القادرة على أن تحصل على القدر الكافي من القرض المصرفي المباشر، وذلك حتى يمكنها مساعدة القطاعات المصرفية في كل من أمريكا والمملكة المتحدة وإسبانيا وهولندا

وألمانيا وفرنسا. وكان دخول الحكومات في الوقت المناسب مهمًّا للغاية، لكن هذا يترك تراثًا يصعب التعامل معه. وقد يصبح تدخل الحكومة في الاقتصاد قيدًا عليه وليس وسيلة لإصلاحه- انظر إلى الدعم الذي تم تقديمه لشركة سيارات أوبل في ألمانيا، تلك الشركة التي ما كان من الممكن أن تتلقى في العادة مثل هذه المنحة الحكومية السخية.

إن التقدم الاقتصادي يعتمد على البحث العلمي والتطوير والتجريب، وهي الأشياء التي تفتقر إليها الحكومات بشدة عند التنفيذ. كما أن إنقاذ البنوك قد ترك موروثًا من الدين الحكومي الهائل والمتزايد الارتفاع. وحل الدين الحكومي محل التزامات القطاع الخاص (الأوراق المالية المضمونة برهن، والإقراض التجاري، وقروض المستهلكين) التي أحدثت المشاكل للبنوك. وفي أثناء الأزمة، فإن هذا الدين الحكومي يكون مطلوبًا بشدة من جانب المستثمرين نظرًا لأنهم يبحثون عن أوراق مالية شبيهة قدر الإمكان بـ 'نقود البنك المركزي'. والدين الحكومي هو المبالغ المطلوبة كموارد ضريبية يتعين أن تدفعها أجيال المستقبل؛ فهو جدير بثقة أكبر لأنه حق، ولكنه قد يكون مدمرًا لدافعي الضرائب في المستقبل، هؤلاء الذين يتعين عليهم بدلاً من ذلك أن يستثمروا أموالهم في مجالات ذات إنتاجية أكبر.

أنا أظن أن سلسلة الأزمات الحالية لم تنته بعد. فنحن في عالمنا الغربي لا نمثل إلا جزءًا من صف طويل من المقترضين والمستثمرين الذين انخدعوا ذات يوم مرة أخرى عن طريق الحيل الغريبة التي يمارسها الرأسمال الدولي على أسواق المال. وحين نعود بذهننا إلى الوراء لثلاثين

عامًا أخرى، إن كانت قيم المسئولية الفردية مازالت عالية كما كانت في الثلاثين عامًا الماضية، فإن النتائج ستكون سيلا ثابتًا من الأخطاء المالية، سلسلة أخرى من الخدع.

ومما يثير العجب أنه لابد من الترحيب بهذا الخداع عند التوازن المالي. ولأن الخطر كامن لا في الأزمات نفسها ولكن في راغبيتنا في الاعتقاد بأننا قادرون على تجنبها أو في أننا لابد أن نتجنبها تمامًا. لقد كانت أضرار الأزمة الحالية ناجمة، في جزء كبير منها، عن إيماننا بأن مثل هذا الانهيار الاقتصادي لم يعد من الممكن حدوثه. إن التهدئة الكبرى(*) للتضخم المنخفض، والنمو المرتفع، والبطالة المنخفضة، والتجارة الدولية المتوسعة، عناصر خدعتنا وأوصلتنا إلى نسيان وجود تناقض أساسي في قلب المنظومات النقدية: فهذه المنظومات وسيط للتبادل ولكنها معتمدة على ديوننا.

ربما كان أفضل اقتراح لهذه المنظومات هو اعتبار أن كل فرد، أو كل شركة، طرف مالك للبنك، أو يؤدي عمله كبنك. فالتكنولوجيا متاحة. والبنوك المركزية ليست في حاجة إلى أن تتغير كثيرًا لتتكيف مع التزويد الواسع النطاق من القرض المصرفي المقيد بضمان **Collaterlised Credit**. وقد قدمت العشرون عامًا الماضية بصورة تدريجية أفرادًا وشركات كوسائل

(*) منذ منتصف الثمانينيات، بدأ معدل تذبذب المتغيرات الاقتصادية الكبرى ينخفض: النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي، والنمو في الإنتاج الصناعي، وفي معدل البطالة. ويشير مصطلح 'التهدئة الكبرى' **The Great Mmoderation** إلى الانخفاض في معدل التذبذب في هذه التغيرات المؤسسية والهيكلية في الدول المتقدمة في الجزء الأخير من القرن العشرين. (المترجم)

للتمويل الذي كان من قبل وقفًا على البنوك. وقياسًا إلى أوائل الثمانينيات، فقد أصبحنا الآن- جميعًا- مصرفيين. فلماذا لا نتحرك قدمًا مع الاتجاه الذي يبدو أنه لا يمكن وقفه بأية حال؟ لقد كان النظام القانوني منطويًا على إشكالية لكن ربما كان ذلك لا يزيد على تسجيل سيارة. والجوانب التعليمية لتوسيع القاعدة المصرفية ربما تكون الجوانب الوحيدة التي تستحق كل هذا العناء.

وقد يكون للتوسع في تعريف البنوك فوائد ملموسة أخرى. فالمشكلة الكبرى للأزمة الحالية هي أنها كشفت مدى تماثل العديد من البنوك التي تورطت في حالة الاضطراب؛ فهي متماثلة في نماذج أنشطتها التجارية، وفي مخاطر التعرض والانكشاف. لكن الأزمة المصرفية الشاملة لم تكن لتحدث بدون انحياز أصحاب النفوذ. وما كانت لتحدث أيضًا إن كان الأفراد أكثر استعدادًا للمخاطر التي تحيط دائمًا بالتمويل، والتي طالما كانت موضوعًا ثابتًا في هذا الكتاب. ونحن بحاجة إلى التذكير المستمر بواقع هشاشة النقود. والمشكلة قد لا تكون أن هناك الكثير من الأزمات المصرفية ولكن أن هناك القليل جدًا منها. أما الهشاشة النقدية الواضحة، والتي يمكن أن تزول في وقت ما، فلن يطول بقاؤها معنا كثيرًا.

والآن، هل هذه هي كل الأحداث السيئة؟ لا، إنها ليست كل الأحداث السيئة على الإطلاق. وإليك- هنا- بعض الفوائد.

إن كانت حياتنا غير مستقرة بما يؤدي إلى عدم الاستدام فإنها في حاجة إلى إصلاح. إن فترات الركود قسم من أقسام الرأسمالية، وقد كانت بصفة عامة دورات تفصل فترات الإنتاجية العالية. فتتم إزالة الأنشطة الأقل سرعة للاستجابة أو تعاد هيكلتها. ويتم اكتشاف أسواق جديدة، أو تنشأ أسواق

جديدة بصورة تلقائية؛ فتنخفض التكاليف بما يسمح لأن تصبح زيادات الأجور ذات فائدة حقيقية في المستقبل.

وهناك، على سبيل المثال، فوائد لإعادة هيكلة شركة جنرال موتورز حيث أصبحت هيكلتها الآن أمرًا حتميًا. فإن حدثت إصلاحات سليمة لفترة زمنية تمتد لنحو عشرة أعوام، وتمت الاستفادة من ابتكارات الصناعيين اليابانيين، فإن بإمكان الشركة أن تنتج سيارات، وربما تحقق مكسبًا أيضًا.

كما أن لاختفاء الشركات القديمة فوائد؛ فسوف يسمح هذا الاختفاء للشركات التي ظلت باقية أن توسع حصتها السوقية وتصبح أكثر قدرة على جني المكاسب، على الأقل حتى يظهر منافسون جدد. ومازال هناك كثيرون جدًا من صناع السيارات في العالم لا يعملون بطريقة تؤدي إلى حل مشاكل الصناعة، وكذلك هيكل جديد للسلع الاستهلاكية. وعلى الجانب الآخر فإن بعض تجار التجزئة قد اختفوا في كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة وحتى ألمانيا- الدولة التي لا تشتهر بصناعة التجزئة. وبالنسبة للبقية الباقية، فإن فوائد البقاء واضحة تمامًا، وهي ستكون واضحة بنفس القدر بالنسبة إلى المقرضين لهذه الشركات. وبمجرد أن تختفي الشركات المعرضة لخطر فعلي، يكون هناك تقييم منطقي لقابلية بقاء هذه الشركات لأمد طويل.

الصناعة الوحيدة التي ستستفيد أيضًا من فرص البقاء بعد الأزمة هي الصناعة المصرفية- سواء أكانت هذه الصناعة خاضعة لنظام قانوني لا تستطيع استيعاب تبعاته أم لا. ويقع ضمن اهتمامات الحكومات أن تؤكد على مساعداتها، وأن منظوماتها المصرفية تنبئ عن استقرار طويل الأجل. كما

أن تحقيق أعلى ربح أمر ضروري للبنوك وللحكومات التي تـدعمها. وقـد يكون هنا وهناك القليل من رجال البنوك، لكن الدخول في النشاط المصرفي قد يكون فرصة طيبة. فالبنوك، برغم كل ذلك، تدرك المشاكل أكثر مـن أيّ شخص آخر، بما في ذلك الحكومات والمسئولون القانونيون.

هناك أيضًا فوائد أقل وضوحًا؛ إقرار الضرورة. فقد كان من الواضح منذ عشرة أعوام أو أكثر أن الحكومات الغربية لا يمكنها إعطاء وعود بالمنح الحكومية لمن يتقاعدون مستقبلا. فمع اتساع العجز في الموازنات الحكومية، يكون من المستحيل الاستمرار في التوهم بأن هذه المنح يمكن دفعهـا لمـدة أطول. وما لم يحدث إصلاح، فإن الإنفاق على المعمرين من السكان سيؤدي إلى تقزيم التكلفة الناتجة عن الأزمة المالية- وربما يؤدي إلى تقزيم الانهيار الاقتصادي. فالأزمة المالية دمرت الأوهام المالية لدى الكثير من الحكومات الغربية- حيث كانت الإيرادات التي مصدرها الضرائب العقاريـة ورسـم التمغة والأسعار المتصاعدة للأصول غير مستدامة على الإطـلاق. وهنـاك بعض التدابير المالية بحاجة إلى تعديلها. ولابد أن نضع المـستقبل نـصب أعيننا عند اتخاذ هذه التدابير. إن أولويات البلاد بحاجة لأن تكون واضحة لا لبس فيها. فهل من المعقول أن نفترض أن كل شخص يمكن أن يتقاعد فـي سن ٥٥ أو ٦٠ أو ٦٢؟ أم أن الأكثر إقناعًا هو التفكير في رفع سن التقاعـد إلى ٧٠ أو إلغائه بالمرة؟

وهناك فوائد لتأثير الأزمة على مسلمات الغرب. ففي وقت ليس ببعيد جدًا- قبيل الألفية- كان من المسلم به أن الديمقراطية الليبرالية الرأسـمالية

هي أعلى مطامح الحكومة والمجتمع البشري والهدف النهائي لهما. وسيطر شيء مماثل على فكر كل من روبرت روبين ولاري سمرز أثناء إدارة كلينتون. لكننا لم نعد نعتقد أن هناك ما يسمى 'نهاية التاريخ' الكامنة خلف هذه المسلمة. وإذا قُدِّر لمؤسساتنا أن تظل باقية، فإنها بحاجة إلى أن تعمل الكثير؛ فلا شيء حتميّ فيما يخص الديمقراطية الليبرالية، أو الرأسمالية، وإذا حاولنا تقييم هذه المؤسسات فإننا نجد أنها بحاجة إلى حمايتها وتشجيعها. إن الأزمة يمكن أن توفر الخلاص لمختلف أنواع الحكم، بالإضافة إلى التحديات.

وهناك فوائد واضحة للدول غير الغربية. فالثروة النسبية **relative wealth**(*) تفرض عليها الصين حاليًا رقابة، ولمدى أقل زادت روسيا من رقابتها على هذه الثروة. وقد حصلت الدولتان على قوة عالمية نسبية من خلال الأزمة، وذلك قياسًا إلى الإضعاف النسبي لأمريكا. وهذا قد لا يسُرّ الغربيين الذين فقدوا- ربما إلى الأبد- مركزهم الرقابي المتميز. لكنه يشير أيضًا إلى التنافس الذي يزداد في العالم المتعولم.

وحتى في البلدان 'المتطورة اقتصاديًّا' لا يسعنا أن نفترض أن ثروتنا لنا وحدنا؛ فهناك دائمًا من يريد مشاركتنا فيها. ويمكننا معًا أن نجعل تلك الثروة أكبر لمصلحة البلدان المتطورة اقتصاديًّا والبلدان البازغة اقتصاديًّا جميعًا. ولا يسعنا أن نتظاهر في الغرب أننا حققنا مستوىً معيشيًّا عاليًا لمجرد أننا أصبحنا معتادين عليه.

(*) في الولايات المتحدة: الثروة النسبية هي سعر الصرف الحقيقي لعائدات الاستثمار الأجنبي المباشر مقابل القيم النسبية للأجور. (المترجم)

هذا قد لا يسرّ الغربيين الذين فقدوا، ربما

إلى الأبد، مركزهم الرقابي المتميز

هناك أيضًا الكثير مما يمكن تحقيقه من النمو المتواصل في كل من الصين والبرازيل والهند؛ فقد أجبرت الأزمة الدول الثلاث كلها لإعادة النظر في طريقة استخدام الثروات، وبخاصة طريقة توظيف الاحتياطيات. إن التحول إلى الاستثمار المحلي في هذه البلاد سيفيد مواطنيها الذين يُعتبرون المُلاك الشرعيين للأموال التي تم توظيفها في الاحتياطيات. وكما أنه يُفضّل إعادة التوازن بين الأولويات الغربية، فإن من الأفضل بالمثل إعادة التوازن بين أولويات مديري الاحتياطيات.

ولا ينبغي علينا أن نغفل الفوائد التي أصبحت حقًّا من حقوق العمال في النظم الاقتصادية البازغة. فإن كان اختلال التوازنات الذي أدى إلى حدوث الأزمة المالية قد تسبب فيه مديرو الاحتياطيات في هذه البلاد، فإن ذلك أيضًا علامة من علامات تنامي الثروة الفردية لدى السكان. وحتى برغم الأزمة المالية، فإن العامل المتوسط في كل من أوروبا وأمريكا والصين في حال أفضل مما كان عليه منذ عشرة أعوام. وقد لا يحتاج الأمر أزمات مالية لحدوث هذا المكسب الصافي لكل شخص، لكن هذا المكسب يبدو فعليًّا جانبًا من جوانب العملية.

وهناك فوائد ملموسة بدرجة أقل لكن لها أهمية مماثلة في إعادة النظر بشأن سؤال ما المقصود بالثقة المالية وبأيّ قدر من الحميمية تتقاطع الثقة المالية مع الثقة الاجتماعية. وهناك فوائد مماثلة نابعة من سؤال ماذا نقصد

من كلمة النقود، وكيف يمكنها أن تزداد وتتضاءل سريعًا جدًا. وهناك فوائد لكل من يعارض المعتقد القديم في وقت أصبح فيه فهمنا لفعالية الأسواق المالية تقليديًا ومتحجرًا. وقد علم كل المشاركين أن فرضية سيطرة الأسواق القوية كانت بعيدة عن نموذج السلوك البشري في عالم التجارة. ونحن نعلم أن البشر أقل إعمالا للمنطق، أو أكثر محبة للآخرين، ولديهم أسباب مختلفة لسلوكهم، أسباب لها نفس القدر من الشرعية برغم أنها متعارضة. وإلا فكيف نفسر قرارات الاستثمار التي يتخذها مديرو الاحتياطيات وتبدو غير منطقية، وكذلك قرارات الاستثمار الواضحة الخطر الذي تتخذها الأسر اليابانية؟

وللانهيار الاقتصادي أهمية جوهرية أيضًا. فماذا عن رد فعل مديري الاحتياطيات؟ وهل يمكن أن يكون الانهيار الاقتصادي الذي أحدثوه وكابدوا تجربته قد تحول إلى فائدة؟ إن ولعهم بالدولار ليس من المتوقع أن ينتهي قريبًا. فالدولار يجتذب ٨٠ بالمئة من جملة التدفقات المالية لمديري الاحتياطيات لأن أمريكا تمتلك معظم أسواق الديون الائتمانية السائلة في العالم. وأنا لا أتصور أن مديري الاحتياطيات يمكنهم أن يتخلوا عن السيولة العالية؛ فهي المكوّن الأساسي لإستراتيجية محفظتهم. والعملات الأخرى ليست بعمق و/أو شفافية الأسواق الأمريكية. ولذلك، فإن مديري الاحتياطيات قد يلجأون في الأجل المتوسط إلى تحقيق الاستقرار للأزمة من خلال الاستمرار في سلوكهم السابق. وهذه هي بكل تأكيد الطريقة التي تصرفوا بها حتى الآن. وعلى أية حال، فقد تعمقوا في الاستثمار في الديون الائتمانية الأمريكية التي لا يمكنهم انتزاع أنفسهم منها بسهولة.

ومع ذلك، فقد كانت هناك علامات نمو حتى قبل الأزمة بحيث أمكن أن تتخذ إعادة تشغيل الاحتياطيات أشكالا مختلفة. وبوجه خاص، كانت زيادة صناديق الثروة السيادية وسيلة لتوجيه فائض الدولارات نفسها إلى مجموعة من الاستثمارات أوسع من أسواق الديون الائتمانية الأمريكية. وقد فقدت صناديق الثروة السيادية الكثير من النقود خلال الأزمة، ذلك لأنها كانت عرضة لأصول شديدة المخاطر- بما في ذلك السندات المضمونة برهن، وشرائح الديون المقيدة بضمانات عينية، بالإضافة إلى الأسهم العقارية. ووفقًا للطريقة نفسها التي من المحتمل أن تكون صناديق المضاربة قد اتبعتها لتوفق أوضاعها وتظل باقية على قيد الحياة، فإن من غير المحتمل أن تزول صناديق الثروة السيادية. ومن الناحية الإستراتيجية، فإن من المحتمل أن تستمر عملية التنويع **diversification** لتشمل الأصول العينية **real assets**، مثل المناجم وإنتاج الغذاء، بالإضافة إلى الأسهم التعاقدية **conventional equities**. وسوف تحقق هذه الإستراتيجية أهدافها حتى بالنسبة لبلاد كالمملكة المتحدة التي تجنبت بوعي أن تقيم تصنيعًا على نطاق واسع، لأن هذه البلاد قد تبرز كبلاد متنافسة في إنتاج السلع العالية الجودة.

إن كل هذه الفوائد ليست من ذلك النوع الذي يدركه معظم الناس، ولكنها فوائد برغم كل شيء. كما أن فرص العالم تواصل تزايدها كلما أخذت المسافات الطبيعية تقل. وكان لدى الصينيين رؤية عميقة للتاريخ، فقد اشتهر

رئيس الوزراء في حكومة الصين(*) الشيوعية حين سُئِل عـــام ١٩٧١ عـــن رأيه في الثورة الفرنسية بقوله 'من السابق لأوانه أن نحكم عليهـــا'. ومـــن السابق لأوانه، بالمثل، أن نحكم على الفوائد التي قد تعود علينا من الأزمـــة. وظني أن وسائل الاتصالات الدولية ستكون في قلب الفوائد التـــي أصـــبحت تلوح فعلا في الأفق، تمامًا كما كانت في قلب وسائل خداعنا.

(*) الإشارة إلى شو ان لاي. (المترجم)

الهوامش

(1) Larry Summers, 'Reflections on economic policy in time of crisis', the Council on Foreign Relation, New York, 12 June 2009

(2) United States Congress. Office of Technology Assessment, 'Trading around the clock', 1990.

(3) Closing remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole. Wyoming. 27 August 2005.

المؤلف في سطور:

ميريك تشاپمان Meyrick Chapman

بعد أن درس التاريخ في جامعة كامبريدچ، تخصص ميريك تشاپمان في التمويل عام ١٩٨٢ في أحد المكاتب الإدارية لإحدى المؤسسات التجارية. وانتقل إلى مجال الاستثمار المصرفي في أواخر الثمانينيات، فعمل لعدة سنوات وكيلا تجاريا في اتحاد شركات مصرفية لإدارة الأموال. وفي ١٩٩٧، التحق بالمؤسسة المصرفية السويسرية التي أصبحت فيما بعد بنك سويسرا المتحد UBS، والتي تضع الإطار الإستراتيچي في الأسواق العالمية للسندات. وفي أثناء قيامه بهذا الدور، اكتسب عن قرب خبرة عن التدفقات الهائلة لرأس المال الدولي التي أدت في النهاية إلى الأزمات المالية التي تم استقصاؤها في كتاب *لا تنخدع مرة أخرى*. وهو يعمل الآن في شركة تعمل في مجال الأنشطة الاستثمارية ألا وهي شركة إليوت للاستشارات الاستثمارية Eliott Advisors. وقد ساهم بكتاباته في مجالات الفكر السياسي، وفي دوريات الأنشطة الصناعية، وفي الصحافة المالية بشكل عام، بالإضافة إلى أحاديثه في مؤتمرات دولية كثيرة.

من أعماله: "Merry's War" 1915-1919

المترجم في سطور:

علي سليمان

- كتب وترجم ونشر العديد من الأعمال القصصية في الدوريات المصرية والعربية.
- ساهم وشارك في ترجمة ومراجعة عدد من الكتب في مجالات مختلفـة. وشارك الأستاذ خليل كلفت فى ترجمة كتاب "عـالم جديـد". وشـارك الأستاذ محمد فاضل فى إعداد قـاموس إليـاس للكمبيـوتر والإنتـرت (إنجليزى / عربي).
- ساهم فى ترجمة ومراجعة وإعادة صياغة العديد من مقالات موسـوعة الكتاب العالمى (السعودية).
- حرر عشرات الكتب والعديد من الأعمال الموسوعية، أشهرها موسوعة اليهود واليهودية والـصهيونية، تـأليف د. عبـد الوهـاب المـسيرى (٨ أجزاء).
- يقوم حاليًا بإعداد مصنف معجمى حديث لألفاظ اللغة العربية.
- له أبحاث لغوية منشورة على نطاق ضيق، وأخرى فى طور الإعـداد؛ أهمها: "حرف العلة؛ ماهيته وأثر أجهزة النطق فى تحويره: مفهوم جديد لظاهرة الإعلال والإبدال فى صرف اللغة العربية. يأخذ بفكرة أحاديـة حرف العلة وليس تعدديته".

التصحيح اللغوى: عبد الرحيم إبراهيم
الإشـــراف الفنى: حـــسن كـــامـــل